

UNIVERSIDADE MUNICIPAL DE SÃO CAETANO DO SUL-USCS
PRÓ-REITORIA DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
MESTRADO

RONALDO GIOIA RUFFO

OS EFEITOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MERCADO DE
AÇÕES: UMA ANÁLISE COMPARATIVA ENTRE O NOVO MERCADO E O
MERCADO TRADICIONAL

São Caetano do Sul
2013

RONALDO GIOIA RUFFO

**OS EFEITOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MERCADO DE
AÇÕES: UMA ANÁLISE COMPARATIVA ENTRE O NOVO MERCADO E O
MERCADO TRADICIONAL**

Dissertação apresentada ao Programa de
Pós-Graduação em Administração – Mestrado
como requisito parcial para obtenção do título
de Mestre em Administração.

Linha de pesquisa: Gestão e Inovação das
Organizações.

Área de concentração: Gestão da
Regionalidade e das Organizações.

Orientador: Prof. Dr. Laércio Baptista da Silva

São Caetano do Sul

2013

Reitor:

Prof. Dr. Marcos Sidnei Bassi _____

Pró-Reitora de Pós-Graduação e Pesquisa:

Profª Drª Maria do Carmo Romeiro _____

Gestora do Programa de Pós-Graduação em Administração:

Profª Drª Raquel da Silva Pereira _____

Ficha Catalográfica

Ruffo, Ronaldo Gioia

Os efeitos da Governança Corporativa no mercado de ações: uma análise comparativa entre o Novo Mercado e o Mercado Tradicional / Ronaldo Gioia Ruffo. São Caetano do Sul: USCS / Universidade Municipal de São Caetano do Sul, 2013.

91 f.:

Orientador: Prof. Dr. Laércio Baptista da Silva

Dissertação (Mestrado) – USCS, Universidade Municipal de São Caetano do Sul, Programa de Mestrado em Administração, 2013.

1. Assunto: Governança Corporativa. 2. Novo Mercado. 3. Mercado de Capitais. 4. Mercado Tradicional. - Dissertação. I. Silva, Laércio Baptista, II. Universidade Municipal de São Caetano do Sul, Programa de Mestrado em Administração. III. Título.

RONALDO GIOIA RUFFO

**OS EFEITOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MERCADO DE
AÇÕES: UMA ANÁLISE COMPARATIVA ENTRE O NOVO MERCADO E O
MERCADO TRADICIONAL**

Data da defesa: 27/05/13

Resultado: _____

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Laércio Baptista da Silva _____

Universidade Municipal de São Caetano do Sul

Prof. Dr. Marcos Antonio Gaspar _____

Universidade Municipal de São Caetano do Sul

Prof. Dr. Flavio Hourneaux Junior _____

Universidade Nove de Julho

Área de Concentração: Gestão da Regionalidade e das Organizações

Orientação: Prof. Dr. Laércio Baptista da Silva

Ao meu amor, Adelaide, que faz a minha vida mais bela.

Dedico

AGRADECIMENTOS

Ao Prof. Dr. Laércio Baptista da Silva, pela orientação, acompanhamento do trabalho, contribuições, ensinamento, dedicação acadêmica, amizade e pelas longas conversas sobre vinhos.

Ao Prof. Dr. Marcos Antonio Gaspar e Prof. Dr. Flávio Houmeaux Junior, membros da banca de qualificação, pelas contribuições e sugestões que engrandecem esse trabalho.

Ao Prof. Dr. Antonio Carlos Gil, pelo exemplo de dedicação acadêmica, capacidade de ensino e inspiração.

Ao Prof. Ms. Leandro Campi Prearo, pelas orientações dos testes estatísticos.

Ao Prof. Dr. Edson Florentino José por sua dedicação na revisão textual deste trabalho.

Aos demais professores do programa de pós-graduação em Mestrado em Administração, pelos ensinamentos compartilhados.

Aos amigos que fiz em São Caetano do Sul: Alexandre, Ivan, Cazone e Ortega.

A todos os colegas de pós-graduação pela convivência agradável.

Um agradecimento especial ao meu amigo Pedro Henrique, por toda a paciência e compreensão pelas minhas ausências.

Por fim, à minha família: à minha amada, Adelaide, pela motivação e exemplo de vida; aos meus filhos, Jessica e Renan, pelo tempo que estive ausente; aos meus pais, Gilza e Ronaldo, pelo incentivo; à minha imã, Leninha, e meu cunhado, Adelino, pelos ensinamentos de vida.

“A democracia surgiu quando, devido ao fato de que todos são iguais em certo sentido, acreditou-se que todos fossem absolutamente iguais entre si.”

Aristóteles

RESUMO

A Governança Corporativa representa poderosa ferramenta, capaz de alavancar o desempenho econômico-financeiro das empresas. A adoção de boas e eficazes práticas de governança corporativa é fator cada vez mais importante para as decisões relativas a investimentos. É possível aumentar a liquidez, o volume de negociação, a valorização e reduzir a volatilidade das ações das empresas, diminuindo, assim, a exposição dos retornos das ações a fatores macroeconômicos. Este trabalho tem por objetivo analisar os efeitos da governança corporativa no mercado de ações, por meio de análise comparativa de alguns indicadores, tais como valor da ação, valor da empresa e política de dividendos, entre o Novo Mercado e o Mercado Tradicional, durante o período de 2008 a 2011. Para alcance dos objetivos, foram tratadas as principais questões, por meio de levantamento bibliográfico e posterior contextualização. Em termos metodológicos, foi feita pesquisa descritiva, do tipo quantitativa, utilizando-se como fonte o banco de dados da BM&FBovespa, buscando comprovar que a empresa com maior nível de práticas tem maior valorização pelo mercado. No estudo, foi realizado o Teste de Mann-Whitney de significância estatística (não-paramétrico), envolvendo 36 empresas do segmento Novo Mercado e 77 empresas do segmento Mercado Tradicional da BM&FBovespa. Na análise dos resultados, há indícios de que as empresas que adotaram as melhores práticas de governança corporativa - transparência para os acionistas, principalmente junto aos minoritários - podem ter os retornos de suas ações menos influenciados por fatores de riscos externos.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Novo Mercado, Valor da Ação, Valor de Mercado, Política de Dividendos.

ABSTRACT

The Corporate Governance represents a powerful instrument capable of satisfactorily enhancing the economic and financial performance of enterprises. Adopting good and efficient corporate governance practices is a key aspect more and more important to make decisions related to investments, which increase liquidity, negotiation volume, and valorization, reducing company stock volatility as well, diminishing, therefore exposure of stock return to macro economical factors. The present paper aims analyzing the corporate governance effects on stock market, through a comparative analysis of some indicators as shareholder value, value of enterprise and dividend payout, between Novo Mercado (New Market) and Mercado Tradicional (Traditional Market) during the period from 2008 to 2011. In this way, the study intend to prove that a company, with a higher level of best practices, will gain higher market valuation. In order reach the objective of this research main issues were approached, through a literature review and consequent contextualization. In terms of methodology, it was possible to observe a descriptive research in quantitative way using as source the database BM&FBovespa. The study applied the Mann-Whitney statistical significance (non-parametric) involving 36 companies in the Novo Mercado segment of the 77 companies and Traditional Market of BMF&FBovespa. When analyzing the results, it was possible to observe that companies which have adopted the best practices of corporate governance, transparency for shareholders, especially minority shareholders together, can get the returns from their stocks less influenced by factors external risks.

.

Key-words: Corporate Governance, New Market, Shareholder Value, Value of enterprise, Dividend Payout.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 Problema de estudo.....	18
----------------------------------	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1	Quantidade de empresas que aderiram ao Novo Mercado.....	46
Tabela 2	Variação do valor da ação e valor de mercado – Novo Mercado	55
Tabela 3	Variação do valor da ação e valor de mercado – Mercado Tradicional	57
Tabela 4	Teste de normalidade Kolmogorov-Smirnov.....	60
Tabela 5	Estatísticas da variável valor da ação.....	62
Tabela 6	Teste de Mann-Whitney para a variável valor da ação.....	62
Tabela 7	Significância da variável valor da ação.....	63
Tabela 8	Estatísticas da variável DeltaON.....	63
Tabela 9	Teste de Mann-Whitney para a variável DeltaON.....	64
Tabela 10	Dados estatísticos da variável DeltaON.....	64
Tabela 11	Estatísticas da variável valor Q de Tobin.....	65
Tabela 12	Teste de Mann-Whitney para a variável Q de Tobin.....	65
Tabela 13	Significância da variável Q de Tobin.....	66
Tabela 14	Estatísticas da variável percentual de dividendos.....	66
Tabela 15	Teste de Mann-Whitney para a variável percentual de dividendos.....	67
Tabela 16	Significância da variável percentual de dividendos.....	67
Tabela 17	Síntese dos resultados da pesquisa.....	68
Quadro 1	Sistemas de informações utilizados no estudo.....	45
Quadro 2	Empresas selecionadas - Novo Mercado.....	47
Quadro 3	Empresas selecionadas – Mercado Tradicional.....	48
Quadro 4	Variáveis do estudo.....	53

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 Evolução mensal do Ibovespa e IGC convertidos em base 100..... 43

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBID – Associação Nacional de Bancos de Investimentos

ANDIMA – Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro

BACEN – Banco Central de Brasil

BM&FBovespa – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo

CFC – Conselho Federal de Contabilidade

CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis

CV – Coeficiente de Variabilidade

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

Ibovespa – Índice Bovespa

IFRS – *International Financial Reporting Standards*

IGC – Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada

PIB – Produto Interno Bruto

RH – Recursos Humanos

SPSS – *Statistical Package for the Social Sciences*

Sumário

RESUMO	7
ABSTRACT	8
1 INTRODUÇÃO	15
1.1 TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA	17
1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA	18
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	19
2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA	19
2.1.1 A Teoria da Agência	21
2.1.2 O surgimento da Governança Corporativa	22
2.1.3 Governança Corporativa no Brasil	24
2.1.4 A criação do IBGC	28
2.2 MERCADO DE CAPITALIS	31
2.2.1 O Mercado de Capitais no Brasil	33
2.2.2 A Lei das Sociedades Anônimas	35
2.3 O NOVO MERCADO	38
2.3.1 As exigências do Novo Mercado	38
2.3.2 Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa	40
2.3.3 O Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC)	41
3 METODOLOGIA DA PESQUISA	44
3.1 MÉTODO DA PESQUISA	45
3.2 UNIVERSO DA PESQUISA	47
3.3 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS	50
3.3.1 O valor da ação	50
3.3.2 O valor de mercado	51
3.3.3 A política de dividendos	52
3.3.4 Resumo das variáveis do estudo	53
3.3.5 Métodos estatísticos empregados	54
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	55
4.1 TESTE DE NORMALIDADE	59
4.2 TESTE DE SIGNIFICÂNCIA	61
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	71
REFERÊNCIAS	75

APÊNDICES

Apêndice A: Tabela de Empresas do Novo Mercado	81
Apêndice B: Tabela de Empresas do Mercado Tradicional	85

1 INTRODUÇÃO

Nas últimas décadas, houve grande destaque para o tema Governança Corporativa, com diversos estudos, tanto no cenário empresarial quanto no acadêmico. Em vários países - sejam mercados desenvolvidos, sejam mercados emergentes - os estudos procuram examinar os modelos de governança corporativa e suas consequências sobre a estrutura de capital, o desempenho e a política de dividendos das empresas. Em economias emergentes, a concentração de propriedade é mais acentuada, conforme mostram outros estudos, como em Claessens *et al.* (2002)

A Governança Corporativa diz respeito à forma de administração da empresa, tendo relação direta com liderança, estratégia e política empresarial. Estuda os relacionamentos de poder dentro da companhia e trata das melhores práticas que devem norteá-los.

A concentração de propriedade, exercida pelo acionista controlador, pode permitir o uso dos recursos da empresa em benefício próprio, enquanto os outros acionistas arcam parcialmente com os custos. Esse problema de expropriação pode se dar por diversos mecanismos e pode acentuar-se mais, quando os mesmos acionistas controladores estão presentes na equipe de administração da empresa, principalmente quando possuem maior direito de controle do que direito sobre o fluxo de caixa, em mercados em que é possível essa separação, por meio de emissão de ações sem direito a voto.

Esses estudos sistemáticos sobre a governança corporativa buscam certificar a importância e, também, quantificar o seu valor no cenário empresarial. A ideia geral é a de que quanto mais eficiente é a governança corporativa, mais atrativa torna-se a empresa na ótica do investidor, pois supostamente ele terá maior segurança para a tomada de decisão, como resumem Batistella et al (2004, p. 1).

O tema ganhou força em meados da década de 1980, nos Estados Unidos, com a mobilização de grandes investidores institucionais contra corporações que eram administradas de forma irregular, em detrimento dos

interesses dos seus acionistas. O movimento expandiu-se, principalmente em consequência de escândalos financeiros em empresas de diversos países desenvolvidos, entre eles os casos da WorldCom, EnronCorp e a Parmalat, discutidos largamente no contexto acadêmico e na mídia em geral.

A demonstração da eficácia de boas práticas de governança corporativa tem sido estudada por pesquisadores internacionais, como La Porta *et al.* (1998, 1999, 2000, 2002 e 2004), Claessens *et al.* (2002), e apontam essas práticas como condutoras de desenvolvimento nos mercados de capitais.

Segundo Silva (2002), no Brasil, o debate em torno da governança corporativa se intensificou, na medida em que as relações entre acionistas e administradores e entre acionistas majoritários e minoritários têm se alterado, a partir da reestruturação societária provocada pelas privatizações e da entrada de novos sócios nas empresas do setor privado, principalmente estrangeiros e investidores institucionais.

O órgão brasileiro responsável em promover e discutir as melhores práticas é o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que a descreve da seguinte forma:

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade (IBGC, 2009, p.19).

Com o intuito de fortalecer e promover o crescimento sustentado do mercado de capitais brasileiro - em resposta à crescente demanda por melhores padrões de governança das empresas no Brasil, inspirado na experiência alemã de criação de um mercado de ações (o Neuer Markt) - no mês de dezembro de 2000, no âmbito da Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA), foi instituído o chamado Novo Mercado, bem como os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

1.1 TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA

O tema e o problema são considerados elementos importantes em uma pesquisa científica. O tema deve ser relevante para a área de estudo e o problema, conforme Gil (2010), é qualquer questão não solvida e que é objeto de discussão.

A delimitação do tema é dada pelos efeitos da governança corporativa no mercado de ações, por meio de uma análise comparativa de alguns indicadores tais como: valor da ação, valor da empresa e políticas de dividendos, entre o Novo Mercado e o Mercado Tradicional, durante o período de 2008 a 2011. O estudo busca a relação de desempenho dos indicadores das empresas que aderiram ao Novo Mercado e utilizam as práticas de governança corporativa, em comparação às empresas do Mercado Tradicional.

Isso se justifica pela importância da governança corporativa, pois possibilita a captação de investimentos, um possível aumento de negócios da bolsa de valores e número crescente de empresas abrindo o seu capital. Tal importância é destacada por Camargos e Barbosa (2010, p.191), “tendo sido vista como uma saída para muitas empresas melhorarem sua imagem no mercado e aumentarem o potencial de valorização de seus ativos, com uma maior transparência em seus negócios, ganhando assim competitividade”.

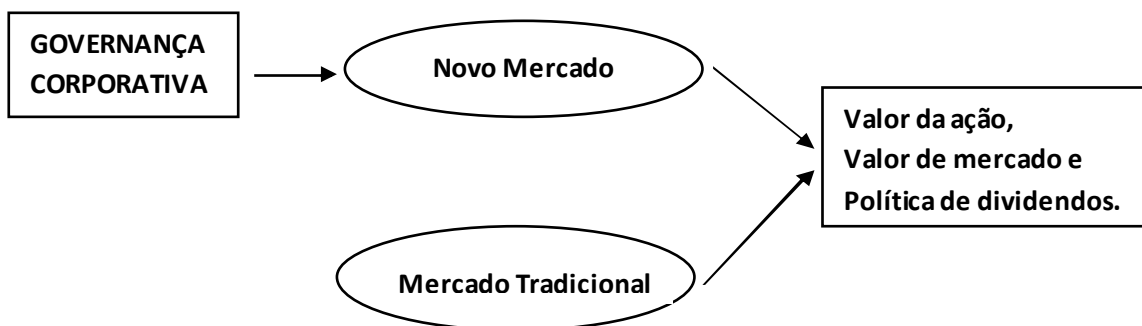
Nesse contexto, Silveira (2005) destaca que o senso comum indica que as empresas com uma boa estrutura de governança corporativa obtêm melhores resultados e também são mais bem avaliadas pelo mercado. Desta forma, parece estar implícita a hipótese de que a estrutura de governança corporativa da empresa afeta seu desempenho e valor de mercado.

Em face dessas considerações, formula-se o seguinte problema de estudo:

Quais os efeitos da adoção da Governança Corporativa nos indicadores das empresas que aderiram ao segmento denominado Novo

Mercado em comparação às empresas do mercado tradicional, no âmbito da BM&FBovespa?

Figura 1 – Problema de estudo



Fonte : Elaborado pela autor

1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA

O objetivo da pesquisa é analisar os efeitos nos indicadores das empresas que aderiram ao Novo Mercado em 2007, adotando as práticas de Governança Corporativa da BM&FBovespa, comparativamente às empresas do mercado tradicional atuantes neste mesmo mercado de ações, que não as adotaram.

Como objetivos específicos, tem-se:

- verificar se existe relação entre a variação do valor da ação, o valor da empresa e a política de dividendos das empresas estudadas nos dois conjuntos analisados;
- contribuir para a discussão sobre o tema governança corporativa, haja vista a importância do assunto, no atual contexto de fortalecimento do mercado de capital brasileiro.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A governança corporativa é um conjunto de princípios e práticas que tem sido incorporado aos modelos de gestão das empresas, tem atraído a atenção de diferentes partes interessadas, tais como acionistas, conselho de administração, conselho consultivo, auditorias independentes, conselho fiscal, diretoria executiva, comitês corporativos de gestão, empregados, fornecedores, clientes, agências reguladoras, órgãos normativos do mercado de capitais e comunidades e, em sentido mais amplo, o próprio interesse público.

Para Shleifer e Vishny (1997), a governança corporativa pode ser entendida como um conjunto de mecanismos pelos quais os investidores asseguram o retorno dos seus investimentos, ou seja, esses mecanismos minimizam os conflitos de agência e os seus custos.

Outro enfoque de Governança Corporativa é citado por Rabelo e Silveira (1999):

Governança Corporativa é o sistema por meio do qual se exerce e se monitora o controle das corporações. Está claro, desde logo, que esse sistema está intimamente vinculado à estrutura de propriedade, às características do sistema financeiro, à densidade e profundidade dos mercados de capitais e ao arcabouço legal de cada economia. (RABELO e SILVEIRA, 1999, p. 4).

A boa governança corporativa põe à disposição dos acionistas ou cotistas a gestão estratégica de sua empresa e o efetivo controle na monitoração da direção executiva. As principais ferramentas que garantem o controle da propriedade sobre a gestão são o Conselho de Administração, a Auditoria Independente e o Conselho Fiscal.

Para o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa)

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade.

Segundo o IBGC (2011), a adoção de práticas de governança corporativa agrega valor às organizações se forem implementadas em um negócio de qualidade, lucrativo e muito bem administrado, pois implica a implantação de um conjunto de regras societárias mais rígidas que as existentes na legislação brasileira, para oferecer aos investidores maior confiabilidade e segurança em seus investimentos.

A prática de boa governança nas instituições aparece como um mecanismo capaz de proporcionar maior transparência a todos os agentes envolvidos com a empresa, minimizar a assimetria de informação existente entre administradores e proprietários e fazer com que os acionistas que não pertencem ao bloco de controle possam reduzir suas perdas no caso de uma eventual venda da companhia. (VIEIRA e MENDES, 2006, p. 49).

O objetivo da governança corporativa, segundo Assaf Neto (2009), é o de ampliar os direitos dos acionistas e atribuir maior importância na melhoria da relação com os investidores.

A governança corporativa se insere, neste conceito mais amplo, como um meio pelo qual se exercita o controle e o monitoramento nas corporações. Esse último aspecto diz respeito aos mecanismos que os investidores não controladores possuem, de modo a limitar sua exposição ao comportamento oportunista dos controladores majoritários.

Se os pequenos investidores são atraídos para financiar as empresas, eles também necessitam de alguma proteção legal contra a expropriação, tanto pelos gestores como pelos grandes investidores. Proteção jurídica e grandes investidores são complementares em um eficaz sistema de governança corporativa (SHLEIFER e VISHNY, 1997).

Para melhor compreensão dos principais aspectos relacionados à Governança Corporativa, a seguir será feito um breve relato sobre a Teoria da Agência, que está fundamentada no problema de agência nas empresas.

2.1.1 A Teoria da Agência

A Teoria da Agência pode ser considerada contribuição fundamental no sentido de enriquecer a teoria econômica, exprimindo, em linguagem econômica, grande parte dos fenômenos que constituem a prática social da contabilidade financeira, uma vez que permite reconhecer a existência de conflitos de interesses entre os diversos agentes interessados na empresa.

Quando há a separação entre a propriedade e a administração, a Teoria da Agência mostra que vários conflitos de interesses entre as partes envolvidas emergem. Essa teoria também apregoa que as divergências entre o principal (titular) e o agente tem origem no fato de que ambos desejam maximizar os seus benefícios, ou seja, tanto a parte contratante quanto a contratada maximizam as suas utilidades individuais.

Na Teoria da Agência de Jensen e Meckling (1976), a firma passou a ser entendida como um conjunto de contratos estabelecidos entre os fatores de produção, cada um deles motivado por seu interesse particular. Nesse sentido, o comportamento da empresa é semelhante ao do mercado, ou seja, ele é o resultado de um complexo processo de equilíbrio (JENSEN e MECKLING, 1976).

Um dos aspectos essenciais da Teoria da Agência é a suposição de que existe relação conflituosa entre os objetivos das partes que compõem um conjunto de contratos, ou seja, a firma. Assume-se que existem divergências de interesses entre o principal e o agente porque estes possuem diferentes funções de utilidade. Por conseguinte, espera-se que as decisões dos agentes sejam onerosas para o principal (JENSEN e MECKLING, 1976).

Shleifer e Vishny (1997) apontam que a maioria das evidências de que administradores nem sempre agem no interesse dos acionistas vem dos estudos de eventos extensivamente realizados na literatura de finanças. Nesses estudos, os pesquisadores determinam as reações anormais de preços de ações em relação a um tipo particular de anúncio de evento.

De acordo com Andrade e Rossetti (2004, p.103), o desalinhamento entre os interesses dos principais e os dos agentes leva à ocorrência de duas diferentes categorias de custos de agência: (i) custos atribuíveis ao oportunismo dos gestores; (ii) custos incorridos pelos acionistas para o controle da gestão. Entretanto, os custos originários dos conflitos de agência não ocorrem apenas entre controladores e gestores, mas também entre acionistas majoritários e acionistas minoritários.

Esse último conflito origina-se devido à assimetria de direitos resultantes da existência de mais de uma classe de votos ou do uso discricionário do poder exercido pelos majoritários, em detrimento dos interesses dos minoritários (ANDRADE e ROSSETTI, 2004, p.107).

2.1.2 Surgimento da Governança Corporativa

Há mais de uma década a governança corporativa vem sendo incorporada ao cotidiano de quem convive com o mercado de capitais brasileiro, ganhando destaque na mídia, no meio empresarial e acadêmico.

Os estudos sobre esse tema vêm ganhando corpo desde a publicação de *The modern corporation and private property*, por Berle e Means (1988), adquirindo grande relevância nas últimas décadas, em consequência de escândalos financeiros ocorridos em empresas de diversos países desenvolvidos.

Originalmente, o termo governança corporativa foi criado em meados de 1980, nos Estados Unidos, para lidar com o chamado conflito de agências. Esse movimento foi se expandindo pelo mundo, chegando à Inglaterra, inicialmente, e se estendendo pelo resto da Europa. No Brasil, essa corrente é

mais recente, começou em 1999, com a criação pelo IBGC do primeiro Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa, e vem crescendo significativamente (LOPES e MARTINS, 2007). Segundo Carvalho (2002), no Brasil, o baixo nível de proteção do qual gozam acionistas minoritários e credores é a base de atrofia do mercado de capital. Além do problema de agência entre gestores e acionistas, a presença de assimetrias informacionais também estimula a expropriação de riquezas do acionista.

Apesar de ser tema relativamente novo na Administração, alguns esforços já podem ser observados nas práticas de governança corporativa no mercado de capitais brasileiro. Para que o investidor tenha mais clareza em definir quais empresas estão mais adiantadas nessa questão, a Bovespa criou, no final do ano de 2000, o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Trata-se de um conjunto de normas e de indicadores de conduta, considerados importantes e que se destinam a medir o grau de governança corporativa de empresas listadas no Brasil, com foco nas ações de seus controladores e administradores. Tais medidas visam à valorização das ações e dos outros ativos emitidos pelas empresas que as adotam havendo, no programa, níveis de adesão distintos, gerando diferentes classificações, a depender do grau de comprometimento assumido pela companhia (BM&FBOVESPA, 2012a).

As empresas que se comprometeram, voluntariamente, por meio desse contrato privado, a adotarem tais práticas, foram indexadas no Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC) da BM&FBovespa, que passou a ser calculado a partir de 2001. O IGC foi criado para medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa.

De modo geral, o desenvolvimento do mercado depende de algumas mudanças, tais como maior proteção dos acionistas minoritários, a criação de cultura e de normas que exijam a prestação de adequada informação ao público investidor (*disclosure*). Tudo isso faz da adoção de práticas de governança corporativa uma estratégia importante de gestão, pois a regulação permite maior “sofisticação” do mercado de capitais e de “produtos” financeiros,

contribuindo para a existência de profissionais especializados na área, que possam atuar de maneira efetiva no desenvolvimento do mercado e de sua regulação, dentre outros aspectos.

Outro esforço importante aconteceu em 2001, quando foi instituída a Lei 10.303, que busca reforma da Lei das Sociedades Anônimas, cujo objetivo principal era maior proteção aos acionistas ordinaristas minoritários e preferencialistas. Até a mudança da Lei das S.A.'s, era permitido que as empresas brasileiras emitissem ações preferenciais, normalmente sem direito de voto, representando até 2/3 do capital total. Essa regra permitia aos acionistas controladores manterem o controle do capital votante com apenas 1/6 do capital total.

De acordo com Costa e Silva (2002), dentro desse contexto, e com a certeza de que o processo de desenvolvimento econômico brasileiro depende de um mercado de capitais forte, é que a modernização da lei, bem como o fortalecimento do órgão regulador do mercado – a CVM, assumem transcendental importância.

2.1.3 Governança Corporativa no Brasil

Os recentes escândalos das corporações americanas aumentaram ainda mais a responsabilidade dos administradores (*accountability*) e das empresas de Auditoria Independente.

O modelo empresarial brasileiro vem passando por uma transição. A mudança de grandes oligopólios, empresas de administração familiar e controle acionário altamente concentrado, com acionistas minoritários passivos e Conselhos de Administração sem poder de decisão, está caminhando para uma nova estrutura de empresa, marcada pela participação de investidores institucionais, pulverização do controle acionário e na eficiência econômica e na transparência da gestão.

Nas empresas brasileiras, os conselheiros profissionais e independentes começaram a surgir basicamente em resposta à necessidade de atrair capitais

e fontes de financiamento para a atividade empresarial, o que foi acelerado pelo processo de globalização e pelas privatizações de empresas estatais no país.

Os mercados a cada dia se tornam mais exigentes e demandam maior número de informações. Não basta apenas publicar as peças contábeis tradicionais (Balanço Patrimonial, Demonstrações de Resultados, de Origens e Aplicações de Recursos e Mutações do Patrimônio Líquido). As companhias abertas estão sendo requeridas a publicar, também, o Balanço Social e os Demonstrativos de Fluxo de Caixa e de Valor Adicionado. As Notas Explicativas do Balanço passaram a ser mais abrangentes, em maior quantidade e com maior qualidade.

A Lei 11.638/07 gerou mudanças na Lei das Sociedades por Ações (Lei 6404/76) que vigorava há 30 anos na contabilidade brasileira, para que se adequasse aos padrões internacionais com maior transparência e qualidade das informações contábeis. Essas alterações envolvem vários tipos societários e a adoção das normas da Lei 11.638/07 deve ser feita não só pelas empresas de Sociedades Anônimas (S/A), mas também por todas as empresas obrigadas a seguir a Lei das S/A, o que inclui, além das S/A, as empresas Limitadas (LTDA) tributadas pelo Lucro Real (Decreto 1.598/77) e também as empresas de grande porte.

A Lei 11.638/07, que provocou alterações na classificação dos grupos de contas do ativo, do passivo e do patrimônio líquido, também trouxe mudanças nas demonstrações, descritas no art.176, como por exemplo, a não obrigatoriedade da elaboração da DOAR (Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos). Entretanto, as empresas deverão elaborar, ao final de cada exercício social, o Balanço Patrimonial, a Demonstração do Resultado do Exercício, a Demonstração dos Lucros ou Prejuízos Acumulados, a Demonstração do Fluxo de Caixa e, se companhia aberta, a Demonstração do Valor Adicionado.

Assim, com a criação da nova Lei das S/A, as principais entidades contábeis e financeiras do país, como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o Banco Central do Brasil (BACEN), além de outros órgãos, se

mobilizaram para garantir a convergência das Normas Brasileiras ao padrão internacional denominado International Financial Reporting Standards (IFRS) e adotado por vários países. Para tanto, o CFC (Conselho Federal de Contabilidade), criou o CPC (Comitê de Pronunciamentos Contábeis) através da resolução 1.055 de 2005.

O CPC tem por finalidade emitir pronunciamentos contábeis que sejam compatíveis com as Normas Internacionais, mas não tem autonomia legal para que sejam aceitos legalmente como Normas. Esses pronunciamentos contábeis têm valor legal, mediante atos próprios de órgãos regulamentadores como o BACEN, CVM, CFC, que os adotam.

De acordo com Silveira (2004), a forte concentração das ações com direito a voto é característica fundamental do modelo de governança das companhias abertas brasileiras, com uma ausência quase total de empresas com estruturas de propriedade pulverizadas. É por essa via, então, que os avanços da Governança Corporativa no Brasil se iniciaram com a adaptação das leis para alcançar as medidas internacionais e adequação dos direitos dos acionistas preferenciais.

As correções na Lei das Sociedades Anônimas, na década de 90, permitiram o direito de recesso nas operações de reestruturação societária para todas as classes de ações. Outra mudança legislativa importante foi o estabelecimento da Lei 10.303/01, que estabeleceu diretrizes para as empresas e o mercado de capitais, como a definição de informações prestadas nas assembleias, a arbitragem e o tag along. A lei também reduziu o limite máximo de ações sem direito a voto.

Também merece destaque a criação de entidades do mercado de capitais, alterando as relações entre as instituições públicas e privadas no cumprimento das regras adotadas. Assim, surgiram órgãos como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a Associação Nacional de Bancos de Investimento (ANBID) e a própria BM&FBovespa.

De acordo com o BACEN (2012), a CVM é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, instituída pela Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976. É responsável por regulamentar, desenvolver, controlar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários do país. Para este fim, exerce as funções de: assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão; proteger os titulares de valores mobiliários; evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação no mercado; assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e sobre as companhias que os tenham emitido; assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários; promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas.

A ANBID (Associação Nacional dos Bancos de Investimento) é uma entidade de representação das instituições financeiras que operam no mercado de capitais. Seus associados são, basicamente, os bancos de investimento e os bancos múltiplos com carteira de investimento. A ANBID se estrutura em quatro grandes áreas de trabalho: a Diretoria e suas Comissões Técnicas, Autorregulação, Informações e Educação. Atua como uma agência autorreguladora dos mercados de fundos e de capitais e do serviço de custódia qualificada, além de ter criado um código de autorregulação para seus associados. O selo ANBID indica o compromisso dos administradores de fundos em elaborar prospectos que obedeçam a parâmetros mínimos fixados pela Associação. Em 21 de outubro de 2009, integrou suas atividades às da ANDIMA (Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro) criando assim a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA).

A Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA era a bolsa oficial do Brasil até iniciar processo de fusão com a BM&F (Mercadorias e Futuros) culminando na criação de nova instituição, denominada BM&FBOVESPA, no dia 8 de maio de 2008.

Neste cenário de reformulação dos dispositivos legais de regulamentação, portanto, que a aplicação das boas regras de Governança Corporativa requer que as empresas definam claramente o papel que cabe a cada um dos órgãos envolvidos na sua gestão corporativa.

2.1.4 A criação do IBGC

Atualmente, o mercado de capitais, as empresas, os investidores e a mídia especializada já recorrem habitualmente à expressão governança corporativa, mencionando e considerando as boas práticas de governança em sua estratégia de negócios. Um dos principais responsáveis por essa nova realidade é o IBGC.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) foi criado em 1995, com o objetivo de colaborar com a qualidade da alta gestão das organizações brasileiras. A ideia era fortalecer a atuação dos Conselhos de Administração, órgãos de controle e supervisão das empresas, para a perpetuação dos seus negócios.

O conjunto de princípios e práticas, ou então, os princípios básicos da Governança Corporativa, conforme o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC são:

- **Transparência** - Mais do que a obrigação de informar, é o desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. A adequada transparência resulta em um clima de confiança, tanto internamente quanto nas relações da empresa com terceiros. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem à criação de valor.

- **Equidade** - Caracteriza-se pelo tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas (stakeholders). Atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são totalmente inaceitáveis.
- **Prestação de Contas (accountability)** - Os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões.
- **Responsabilidade Corporativa** - Os agentes de governança devem zelar pela sustentabilidade das organizações, visando a sua longevidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações.

Em 1999, o IBGC lança o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, focado no Conselho de Administração, abordando temas como o relacionamento entre controladores e minoritários. Em 2001, a segunda versão do código é ampliada, incluindo recomendações para os demais agentes da Governança, passando-se a abordar a propriedade, gestão, auditoria independente e ética, além do Conselho de Administração.

Já a terceira versão, publicada em 2004, destacou-se por centrar nas questões “Enron” e na inclusão do princípio de responsabilidade corporativa, tendo como intenção atentar para a perenidade das organizações, contribuindo com valores e orientação de estratégia empresarial. A evolução do conteúdo do Código reflete as constantes discussões e o aprofundamento do tema Governança Corporativa, tornando esse documento referência nacional em conduta de gestão empresarial.

Depois de quase dois anos de intenso trabalho de uma equipe formada por especialistas de diferentes segmentos de atuação, em setembro de 2009 é lançada a quarta versão do Código, que procura acompanhar as mudanças ocorridas no ambiente institucional brasileiro, dando também um passo à frente ao que já era obrigatório para as organizações nacionais.

Uma das primeiras questões presentes no escopo desta revisão foi estender os conceitos das boas práticas de Governança a outras instituições, tais como governo, ONGs e fundos de pensão. Entre os principais itens

abordados, estão as novas formas de participação dos stakeholders, com mais transparência e maior detalhamento da atuação do conselho de administração.

No Conselho de Administração, permanecem os conceitos fundamentais, como separação das funções de conselho de administração e de gestão, com as seguintes alterações: (i) prazo de mandato – estendeu-se de um para até dois anos, visando a maior conhecimento sobre o negócio e para a renovação, é necessária uma avaliação formal de desempenho; (ii) disponibilidade de tempo – recomendou-se ao conselheiro restringir o número de conselhos e comitês dos quais participa para que possa exercer adequadamente suas funções; (iii) conselheiro independente – detalhou-se mais a importância do conselheiro independente e seu conceito; recomendou-se que cada organização defina um período máximo de permanência do conselheiro como independente; previu-se que o conselheiro poderá recuperar sua independência após um período de três anos de afastamento da empresa; (iv) sustentabilidade – uniu e aprofundou o tratamento às questões de sustentabilidade; (v) remuneração – indicou-se evitar as estruturas de incentivo de remuneração que atrelem a remuneração do conselheiro à da gestão, pois o conselho precisa ter autonomia para fiscalizar e supervisionar a gestão; (vi) divulgação da remuneração – indicou-se divulgar individualmente todo o tipo de remuneração recebida pelos conselheiros; se a companhia entender que não deve divulgar o valor individual, aconselhou-se a divulgação do valor coletivo, separando o que é fixo e variável, explicitando as métricas e as premissas utilizadas, e separando o montante pago ao conselho e à gestão ; (vii) comitê de RH – detalhou-se o funcionamento dos comitês de RH.

As questões relativas à Propriedade reforçaram a vinculação proporcional entre o direito de voto e a participação do capital da organização como: (i) poison pills¹ – indicou-se tratar com reservas os poison pills, não sendo recomendadas cláusulas de difícil remoção ou que representem formas de perpetuar os administradores; (ii) voto por procuração, assinatura eletrônica, certificação digital, agente de voto – detalharam-se práticas para facilitar a participação dos sócios em assembleia; (iii) manual de participação nas

¹ *Poison pills* - Conjunto de estratégias utilizadas por companhias para desencorajar aquisições hostis de ações por parte de outras companhias ou investidores.

assembleias – incentivou-se a elaboração desse manual, principalmente para as empresas com estrutura societária pulverizada.

E, finalmente, aumentou-se o nível de transparência com as seguintes medidas: (i) gestão – incentivou-se maior nível de transparência e frequência na divulgação das informações; além do relatório anual, incentivou-se a divulgação de relatórios periódicos; (ii) conselho fiscal – detalhou-se mais a função e composição; (iii) conduta e conflito de interesses - acrescentaram-se recomendações sobre algumas políticas que a empresa deve adotar visando à maior equidade e transparência, como política de negociação de ações, de divulgação de informações, de combate a atos ilícitos e de contribuições e doações.

2.2 MERCADO DE CAPITAIS

Através do mercado de capitais, transitam inúmeras atividades de caráter econômico, capazes de distribuir os valores mobiliários. Esses valores proporcionam liquidez aos títulos de emissão de empresas. Envolve as bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições autorizadas.

A função principal do mercado de capital é o comércio de crédito com o propósito de financiar o desenvolvimento. O desenvolvimento cria e alimenta esse mercado. No curso do desenvolvimento lhe é atribuída ainda uma outra, ou seja, uma terceira função: ele se torna mercado das próprias fontes de rendimentos (SCHUMPETER, 1984, p. 86).

As operações realizadas no sistema financeiro são responsáveis pelo aporte dos recursos na economia. As funções básicas atribuídas a esse sistema são: a formação de poupança, a intermediação das transações e a diversificação dos riscos dos investimentos; o que faz com que o crescimento dos países esteja ligado ao desenvolvimento de seus intermediários financeiros, tais como o sistema bancário, o mercado de capitais e os provedores de crédito não bancário.

Em mercados competitivos, as empresas buscam, constantemente, melhorar sua eficiência e competitividade. Para Correia e Amaral (2006, p. 44), uma das variáveis determinantes do desenvolvimento das companhias é o acesso a fontes alternativas de capital, necessários para suprir as exigências de recursos para os investimentos produtivos.

O desenvolvimento do mercado de capitais é uma excelente opção de financiamento e capitalização também para as pessoas físicas, na medida em que se toma uma alternativa de aplicação financeira e formação de patrimônio de longo prazo (BICHARA e CAMARGOS, 2011).

Nessa perspectiva, torna-se evidente a importante contribuição do mercado de capitais e, especificamente, o destacado papel do mercado acionário para o desenvolvimento econômico de um país. Este se distingue do mercado monetário, que movimenta recursos apenas em curto prazo, embora ambos tenham muitas instituições em comum. Nos países capitalistas mais desenvolvidos, os mercados de capitais são mais fortes e dinâmicos.

As bolsas de valores fornecem o local no qual as empresas podem levantar novos recursos, por meio da venda de títulos, assim como compradores de títulos podem revendê-los quando necessário. Dessa forma, são responsáveis pela criação de mercados eficientes, que disponibilizam os recursos para serem usufruídos em usos mais produtivos (GITMAN, 2001).

Os mercados de capitais são mais eficientes em países nos quais existem bolsas de valores bem estruturadas, transparentes e líquidas. Para que elas desempenhem suas funções, o ambiente de negócios do país tem que ser livre e as regras claras. Dessa maneira, as bolsas podem beneficiar todos os indivíduos da sociedade e não somente aqueles que detêm ações de companhias abertas (BICHARA e CAMARGOS, 2011). Em contrapartida, a fraqueza desse mercado nos países em desenvolvimento dificulta a formação de poupança, sendo sério obstáculo ao desenvolvimento, obrigando esses países a recorrerem ao mercado de capitais internacionais.

Entende-se, assim, que nos países em que os mercados de capitais não se desenvolveram de forma adequada e confiável, surgiram bancos e instituições financeiras especializadas em preencher esta lacuna. Como

consequência, quanto maior a dependência das empresas em relação aos empréstimos, maior a influência destas instituições e, como os empréstimos têm um valor definido que deve ser pago necessariamente, as empresas tornam-se mais vulneráveis a crises econômicas.

Nas economias em que há mercado secundário desenvolvido e dinâmico, este contribui para definir o preço que norteia a emissão primária. Se o mercado, em tese, funciona perfeitamente, a formação de preços permitirá uma alocação ótima dos recursos. Por outro lado, segundo Singh (1993), os mercados de ações incipientes, de países nos quais não há sistema regulatório apropriado, padrões contábeis, informações públicas a respeito do desempenho das empresas etc., tendem ser caracterizados por elevado grau de volatilidade. Os preços no mercado de ações tendem a flutuar mais do que outras variáveis econômicas. Nesse caso, os preços das ações tornam-se menos úteis como indicadores para a alocação de recursos.

2.2.1 O mercado de capitais no Brasil

O acesso ao mercado de capitais no Brasil ainda é restrito para grandes empresas, sendo praticamente nulo para as pequenas empresas. Esse baixo acesso traduz-se em baixa captação no mercado de capitais brasileiro, se comparado ao montante captado no mercado de crédito.

Como se sabe, do lado do mercado de crédito o processo de abertura articulado ao controle da inflação redundaram em uma reestruturação do Sistema Financeiro Nacional, havendo uma modificação da estrutura de propriedade do setor, com a perda de participação dos Bancos Públicos e aumento de participação dos Bancos Estrangeiros, movimentos efetivados através de processos de fusões e aquisições. (VIEIRA e CORRÊA, 2002, p. 2).

Todas as negociações do mercado de capitais no Brasil se dão através da BM&FBOVESPA. O mercado acionário brasileiro chegou a ter nove bolsas de valores, espalhadas pelo país, com o objetivo de difundir regionalmente o mercado acionário. A BM&FBOVESPA é a maior bolsa de valores da América

Latina, possuindo um volume médio diário pouco acima de R\$ 6 bilhões, sendo negociadas ações das companhias abertas e títulos privados de renda fixa, derivativos (contratos a termo, de opções e de futuros). Todavia, a despeito desse volume, o mercado de capitais brasileiro é pouco desenvolvido, e apresenta baixa capitalização bursátil, inexpressivo volume transacionado, poucas emissões primárias, reduzido número de companhias abertas, alta concentração das transações em poucas ações e baixa liquidez. Apesar do relativo crescimento na década de 1990, o mercado de capitais nunca se mostrou como a fonte propulsora do financiamento das empresas, ficando à margem do arranjo financeiro nacional.

A acelerada abertura da economia brasileira, em meados da década de 1990, traz um aumento de investidores estrangeiros no mercado de capitais brasileiro. As empresas brasileiras começam a listar suas ações em bolsas de valores estrangeiras com o objetivo de se capitalizar através do lançamento de valores mobiliários no exterior. Ao ingressar neste mercado estrangeiro, as empresas brasileiras foram obrigadas a seguir diversas regras relacionadas aos aspectos contábeis, de transparência e divulgação das informações, os chamados “princípios da governança corporativa”.

Muitos problemas na estrutura acionária das empresas brasileiras, que concentra seu controle nas mãos de poucos acionistas, está associada à falta de governança corporativa. Valadares e Leal (2000) perceberam elevado grau de concentração de controle nessas empresas, além de observar que há a violação da regra “uma ação = um voto”.

Esses problemas vão desde funcionamento precário dos conselhos de administração até o desprezo pelos direitos dos acionistas minoritários e a baixa liquidez dos papéis. Isso tem feito com que, ao longo do tempo, o mercado de capitais brasileiro passe a perder espaço para outros mercados devido à falta de proteção ao acionista minoritário e às incertezas em relação às aplicações financeiras.

Países que oferecem maior grau de proteção aos acionistas minoritários apresentam maior número de empresas abertas e um maior número de IPOs (Ofertas iniciais de ações). O valor de mercado das empresas, em relação ao

valor patrimonial, é comparativamente maior, pois ocorre um menor grau de concentração da propriedade.

Historicamente, o mercado de capitais brasileiro nunca foi considerado como a principal fonte de captação de recursos. A questão do crédito e do financiamento constitui um dos principais entraves ao desenvolvimento da economia brasileira. De acordo com Cicogna, Toneto e Vale (2007) houve uma retração na última década do volume de crédito em relação ao Produto Interno Bruto (PIB). O fornecimento de crédito se agrava ainda mais, quando são envolvidos longos períodos de tempo. Quanto maior o período de tempo envolvido no empréstimo, maiores serão os custos de monitoramento pelas instituições financeiras. Os riscos dos projetos também aumentam, pois está envolvido um maior número de imprevistos no decorrer da transação.

Em um ambiente legal deficitário como o brasileiro, é necessário haver muitas garantias envolvidas, para que o tomador consiga ter acesso ao capital de longo prazo, o que é restrito a grandes empresas e fornecido em quase sua totalidade pelos bancos públicos.

2.2.2 A Lei das Sociedades Anônimas

De acordo com Iudícibus e Ricardino (2002), a lei nº 1.083 de 22 de agosto de 1860, pouco conhecida no meio contábil, em que pesem as limitações sócio-econômicas da época, pode ser a primeira Lei das Sociedades Anônimas do Brasil, diferentemente do conceito vigente que adota a Lei nº 2.627 de 1940, como tal.

Os autores apresentam, adicionalmente, os modelos de publicação de balanços contidos no texto da lei e alguns exemplos de balanços publicados naquela época (inéditos), mostrando que o padrão criado era efetivamente seguido e servia de orientação às publicações ocorridas até por volta de 1940.

Para Sothe e Cunha (2009), em 1940, com a instituição da Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.A.), pelo Decreto-Lei nº 2.627, foram

estabelecidas, entre outras regras, as normas para padronizar a publicação do balanço patrimonial e da demonstração de lucros e perdas.

A grande preocupação inicial da lei foi com a qualidade da informação apresentada no balanço patrimonial da companhia. Dá-se, com essa publicação, o primeiro passo para que a contabilidade brasileira seja efetivamente elaborada dentro de padrões estabelecidos em lei, determinando para as sociedades anônimas as demonstrações contábeis obrigatórias, inclusive com a devida composição de suas estruturas.

Em 1976, é publicada a Lei nº 6.404, que marca nova fase no desenvolvimento da contabilidade no Brasil e que passa a adotar uma filosofia nitidamente norte-americana. Porém, certas normas definidas por essa lei impediam que o país se adequasse mais rapidamente e com maior eficiência às normas internacionais.

A ciência da contabilidade é regulamentada pela Lei 6.404/76, que estabelecia que as empresas constituídas sob a forma de sociedades por ações elaborassem, ao final de cada exercício financeiro, as seguintes demonstrações contábeis: Balanço Patrimonial (BP), Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), Demonstração de Lucros ou Prejuízos Acumulados (DLPA) ou Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido (DMPL), Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (DOAR) e Notas Explicativas.

Os direitos dos acionistas minoritários foram prejudicados sensivelmente com a Lei nº 9.457/97, que modificou os dispositivos legais na Lei das Sociedades Anônimas. Essas modificações facilitavam a transferência de controle das empresas públicas no processo de privatização.

Entre as modificações mais significativas em prejuízo dos acionistas minoritários estão: (i) A abolição de comunicar abertamente as condições de venda de 5% ou mais do volume total de ações ordinárias da companhia; (ii) A revogação da obrigação de realizar oferta pública para todas as ações ordinárias com preço e termos equivalentes aos da venda das ações do bloco de controle acionário, no caso de sua transferência, o chamado *tag along*.

Com a nova lei, o mercado perdia, a transparência das operações (*disclosure*), já que o objetivo das alterações era solucionar os entraves das privatizações de estatais importantes. Não se levou em conta, à época, que as modificações na legislação atingiriam todas as sociedades por ações, causando efeito negativo no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Esses direitos de *disclosure* foram reinstalados, ampliados e estendidos com a publicação da Instrução nº 299 pela CVM.

A última modificação na Lei das Sociedades Anônimas ocorreu em 2001, com a Lei nº 10.303/01, alterando profundamente o regime de preferências e vantagens patrimoniais concedidas aos titulares das ações preferenciais, promovendo considerável avanço nos padrões de governança na legislação brasileira.

Entre esses avanços está a redução do desequilíbrio de poder entre os controladores e os não controladores de empresas, contribuindo, assim, para tornar os mercados de capital mais acessíveis aos pequenos investidores.

No que concerne às principais melhorias, destaca-se a obrigatoriedade nos limites para a emissão de ações preferenciais em relação às ações ordinárias, o que exige maior participação do grupo controlador no capital social da empresa. Também é a solução das divergências entre acionistas e a empresa, ou entre acionistas minoritários e majoritários, por meio de arbitragem, o que tende a acelerar o processo de resolução de conflitos. Aos detentores de ações ordinárias que não pertencem ao bloco de controle, a nova legislação estabeleceu a obrigatoriedade de oferta a um preço mínimo de 80% do valor de aquisição das ações do bloco de controle. Destaca-se, ainda, o direito dos detentores de ações preferenciais de elegerem um membro para o Conselho de Administração, desde que representem no mínimo 10% do capital social da companhia.

2.3 O NOVO MERCADO

De acordo com a BM&FBOVESPA (2012b), o Novo Mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações lançadas por companhias que se comprometem a facilitar o acompanhamento e a fiscalização dos atos da administração e dos controladores da companhia. Visa, também, à adoção de regras societárias que melhor equilibram os direitos de todos os acionistas, independentemente da sua condição de controlador ou investidor. Para Carvalho apud Ribeiro Neto e Famá (2002), o objetivo do Novo Mercado é a valorização do produto ação. A oferta de papéis com qualidade atrairá grandes investidores estrangeiros e institucionais. Por outro lado, a rigidez das regras de listagem, exigindo transparência total por parte da empresa, calcadas nas melhores práticas de governança corporativa, atrairá os pequenos e médios investidores.

Segundo Aguiar, Corrar e Batistella (2004), a expectativa, quando do lançamento do Novo Mercado e dos níveis diferenciados de governança corporativa pela BM&FBovespa, era de que as empresas que se adaptassem às novas regras teriam valorização no preço de suas ações e, como consequência, maior retomo sobre o Patrimônio Líquido, além da expectativa de redução nos custos de captação ao longo do tempo.

As companhias do Novo Mercado destacam-se das demais, antes de tudo, por emitirem apenas ações ordinárias (são ações que possuem direito a voto) e assumirem o compromisso de não emitir ações preferenciais no futuro. Essa não é a única obrigação, sendo que algumas, além de estarem presentes no regulamento de listagem, deverão ser aprovadas em assembleias gerais e adicionadas ao estatuto social da empresa.

2.3.1 As exigências do Novo Mercado

Neste segmento, como existe a obrigatoriedade de somente se emitir ações com direito a voto e, por se tratar de uma mudança relevante nas

estruturas de capital das companhias, é comum que as empresas que decidem abrir seu capital já tomem esta decisão antes de integrar este segmento.

A BM&FBovespa exige algumas obrigações adicionais que as companhias possuem. São elas: (i) Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros, eleitos pela assembleia geral, com mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição; no mínimo, 20% (vinte por cento) deverão ser Conselheiros Independentes; (ii) divulgação de demonstrações financeiras traduzidas para o idioma inglês; (iii) realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano; (iv) melhoria nas informações prestadas, adicionadas às Informações Trimestrais (ITRs), nas Notas Explicativas. Além das informações previstas na legislação, a companhia deverá, obrigatoriamente, incluir uma nota sobre transações com partes relacionadas, contendo as divulgações previstas nas regras contábeis aplicáveis às demonstrações financeiras anuais; (v) apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação de eventos corporativos, tais como assembleias, divulgação das informações financeiras etc; (vi) envia-los os melhores esforços com o fim de alcançar dispersão acionária em distribuição pública, com garantia de acesso a todos os investidores interessados, com distribuição a pessoas físicas ou investidores não institucionais de, no mínimo, 10% (dez por cento) do total a ser distribuído; (vii) quando da realização de distribuições de ofertas públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital; (viii) na realização de oferta pública de aquisição de ações, a ser feita pelo Acionista Controlador ou pela Companhia, para o cancelamento do registro de companhia aberta, o preço mínimo a ser ofertado deverá corresponder ao Valor Econômico apurado no laudo de avaliação elaborado por instituição ou empresa especializada, respeitadas as normas legais e regulamentares aplicáveis; (ix) extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores, quando da venda do controle da companhia (*tag along*); (x) adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos; (xi) divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores; (xii) manutenção em

circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da empresa (BM&FBOVESPA, 2012b)

2.3.2 Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa

A adesão das companhias ao Nível 1 e Nível 2 de Governança Corporativa depende do grau de comprometimento assumido, sendo formalizado por meio de contrato entre a companhia e a Bovespa.

As companhias que forem listadas no Nível 1 devem apresentar melhorias nas informações prestadas ao mercado e dispersão do controle acionário, como outras obrigações, tais como: (i) manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) da capital social da companhia; (ii) as demonstrações financeiras e demonstrações consolidadas devem obrigatoriamente incluir a demonstração dos fluxos de caixa; (iii) adicionar às Informações Trimestrais (ITRs) o Balanço Patrimonial Consolidado, a Demonstração do Resultado Consolidado e o Comentário do Desempenho, bem como informar a posição acionária de todo aquele que detiver mais de 5% (cinco por cento) do capital social da companhia; (iv) adicionar às Informações Anuais (IANs) a quantidade e característica dos valores imobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal; (v) realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano; (vi) apresentação de calendário anual com a programação dos eventos corporativos, assembleias, divulgação de resultados etc.; (vii) divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores (BM&FBOVESPA, 2012c).

As companhias que forem listadas no Nível 2 devem apresentar as exigências estabelecidas para o Nível 1 e, adicionalmente, um conjunto de regras mais amplo de prática de governança, priorizando e ampliando os

direitos dos acionistas minoritários, tais como: (i) divulgação das Demonstrações Financeiras traduzidas para o idioma inglês; (ii) envia-los os melhores esforços com o fim de alcançar dispersão acionária em distribuição pública com garantia de acesso a todos os investidores interessados, com distribuição a pessoas físicas ou investidores não institucionais de, no mínimo 10% (dez por cento) do total a ser distribuído; (iii) direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias como: transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, aprovação de contratos entre a companhia e o acionista controlador, por força de distribuição legal ou estatutária, com a exigência que sejam deliberados em assembleia; (iv) Conselho de Administração será composto por, no mínimo, 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes; (v) extensão, para todos os acionistas detentores de ações ordinárias, das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e do mesmo valor para os detentores de ações preferenciais (tag along); (vi) o acionista controlador deverá efetivar oferta pública de aquisição de ações pertencentes aos demais acionistas, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociações neste Nível; (vii) adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários. (BM&FBOVESPA, 2012d).

2.3.3 O Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC)

O *IGC* tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa. Tais empresas devem ser negociadas no Novo Mercado ou estar classificadas nos Níveis 1 ou 2 da BM&FBovespa (BM&FBOVESPA, 2012e). Uma vez a empresa tendo aderido aos Níveis 1 e 2 da BM&FBovespa, todos os tipos de ações de sua emissão participarão da carteira do índice, exceto se sua liquidez for considerada muito estreita.

Estudos sobre esse tema no Brasil têm investigado a existência de relação entre boas práticas de governança corporativa e o aumento no preço das ações ou a redução de seu custo de capital. Verificou-se, também, aumento no preço das ações de empresas que migraram a partir do segmento tradicional para um dos segmentos diferenciados de governança corporativa e do aumento superior de retorno de IGC em comparação com Ibovespa.

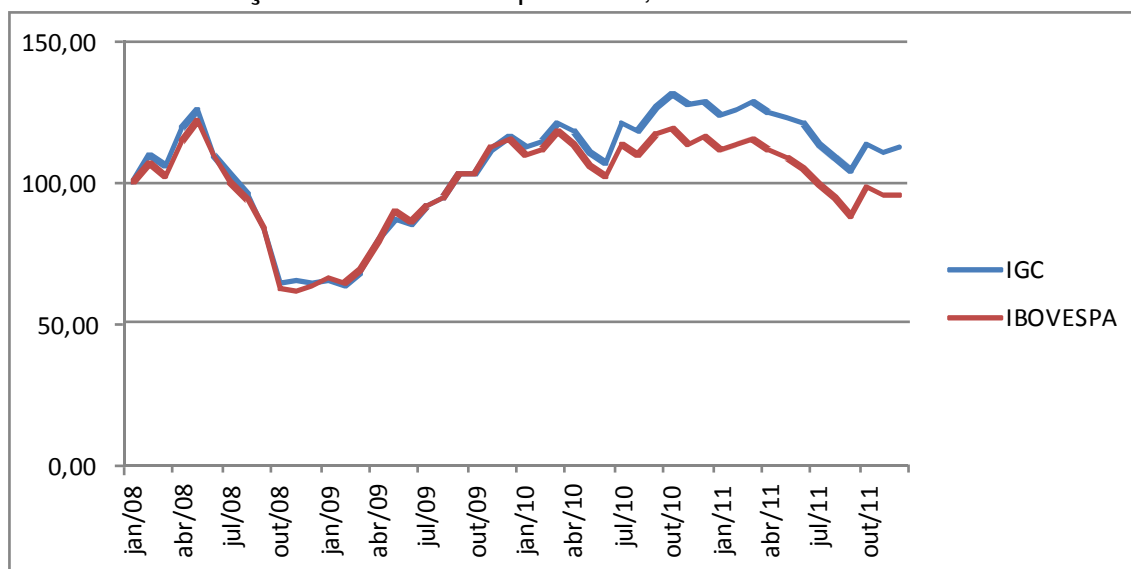
Assim como as demais bolsas do mundo, a BM&FBovespa possui um indicador (Ibovespa)

(...) capaz de medir o desempenho médio dos preços de uma suposta carteira de ações, medindo o comportamento do mercado em um determinado período de tempo. O valor absoluto do índice da carteira expressa o valor de mercado da carteira de ações negociada na Bolsa de Valores, sendo as variações verificadas de um período para o outro entendidas como sua lucratividade. (ASSAF NETO, 2005. p. 204)

No geral, a *performance* comparativa dos índices da BM&FBovespa é analisada em quatro aspectos: retorno, liquidez, custo de capitalização (custo de capital) e risco (volatilidade). Em essência, busca-se evidenciar se as empresas com melhores práticas de governança apresentaram maior retorno, maior liquidez, menor custo de captação e menor risco (ROGERS, RIBEIRO E SOUSA, 2005).

A figura, abaixo, demonstra a evolução mensal do Ibovespa e do IGC no período de 2008 a 2011. O comparativo foi realizado com base na conversão (02/01/2008 = 100) dos índices. Apesar da similaridade das figuras, a evolução do IGC no período foi de 12,92%, enquanto a evolução do Ibovespa ficou em -4,60%.

Gráfico 1 – Evolução mensal Ibovespa e IGC, convertidos em base 100



Fonte : Dados de pesquisa de campo

Numa análise complementar, procurou-se observar o grau de correlação entre o IGC e o Ibovespa. O IGC apresenta elevada correlação com o Ibovespa (0,96), conforme a figura 2. Isso se explica pelo fato de que todos os ativos da carteira do IGC também fazem parte da carteira do Ibovespa.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Resumidamente, a metodologia do trabalho científico tem por objetivo fornecer os pressupostos básicos para auxiliar o pesquisador a compreender e definir o processo de investigação.

Em consequência do objetivo geral estabelecido, o estudo aborda uma pesquisa empírico-analítica, com natureza descritiva e quantitativa, com base em procedimentos estatísticos, com o objetivo de produzir inferências para a população objeto. A pesquisa é quantitativa, com o emprego de procedimentos estatísticos utilizando o software SPSS 19.0 *for Windows*².

Do ponto de vista dos objetivos de estudo, Gil (2010) classifica as pesquisas descritivas por possuírem objetivos bem definidos, procedimentos formais, serem bem estruturadas e dirigidas para a solução de problemas ou avaliação de alternativas de cursos de ação. Tal tipo de pesquisa se sobrepõe aos demais, uma vez que o pesquisador precisa saber o que medir, quando e onde o fará, como e por que deverá fazê-lo.

Assim, segundo Gil (2010), a pesquisa a ser desenvolvida na presente dissertação é descritiva, pois proverá um conhecimento mais profundo sobre o tema.

Resumidamente, o objetivo da metodologia, em um trabalho científico, é o de ajudar o pesquisador a compreender e definir o processo de investigação, caracterizando-se como um conjunto de regras de como proceder no curso da investigação.

Notadamente, o objetivo central é analisar os indicadores no desempenho das empresas que aderiram ao Novo Mercado em 2007, adotando as práticas de Governança Corporativa da BM&FBovespa, comparativamente às empresas do mercado tradicional atuantes neste mesmo mercado de ações, que não as adotaram.

² O SPSS, Statistical Package for the Social Sciences, é um software que permite realizar e visualizar cálculos estatísticos para as Ciências Sociais.

3.1 MÉTODO DA PESQUISA

Para a fundamentação teórica do estudo, o trabalho baseou-se em pesquisa bibliográfica (fontes secundárias), pois teve como base contribuições teóricas nacionais e internacionais, abordando assuntos relacionados à governança corporativa e ao valor da empresa.

Os dados empíricos que foram processados neste estudo, referentes à amostra original, tiveram origem na amostra da população das companhias listadas no Novo Mercado e no Mercado Tradicional da BM&FBovespa.

Haja vista a inviabilidade de obtenção desses dados diretamente das companhias, eles foram coletados das demonstrações contábeis e indicadores de mercado disponíveis no banco de dados da BM&FBovespa. Portanto, todos os dados empíricos foram obtidos de fontes secundárias. A coleta de dados foi dividida da seguinte forma, conforme a Quadro 1:

Quadro 1 – Sistemas de informações utilizados no estudo

Sistema de informações	Dados coletados
BM&FBovespa	- Dados contábeis – Balanço Patrimonial e Demonstrativo de Resultados - Setor de atuação
Fundamentus	- Valor de mercado das ações

Fonte: Dados da pesquisa (2013)

O plano amostral da pesquisa compreendeu as companhias abertas listadas na BM&FBovespa que ingressaram no Novo Mercado, em 2007 e as companhias abertas, que pertenciam ao Mercado Tradicional. Naquele ano, existiam 448 empresas listadas na BM&FBovespa e a escolha do período deve-se ao fato de que, desde a criação do Novo Mercado, em 2000, pela BM&FBovespa, 2007 foi o ano que apresentou o maior número de empresas

que aderiram a este segmento, conforme a Tabela 1, possibilitando uma amostragem significativa para a análise de comparação com as empresas do Mercado Tradicional.

Tabela 1 – Quantidade de empresas que aderiram ao Novo Mercado

ANO	QUANTIDADE
2004	7
2005	9
2006	26
2007	64
2008	4
2009	6
2010	11
2011	11
2012	3

Fonte: BM&FBovespa (2013)

A análise comparativa compreenderá o período de 2008 a 2011, com as empresas do Novo Mercado que aderiram ao segmento ao longo do ano de 2007 e as empresas do Mercado Tradicional, que já se encontravam nesse segmento anteriormente ao ano de 2007.

Inicialmente, houve a análise das 64 empresas que ingressaram no Novo Mercado, em 2007, e que tiveram suas ações negociadas na BM&FBovespa. O estudo descartou 21 empresas que atuaram, ainda no período de estudo, em outros segmentos como Nível 1, Nível 2 e BDR (Brazilian Depositary Receipt). Também foram descartadas mais 7 empresas que foram fundidas a outras ou que não apresentaram negociação de suas ações durante o período. Portanto, após os descartes mencionados, restaram 36 empresas que cumprem os requisitos de pertencerem ao segmento Novo Mercado desde o ano de 2007 e terem suas ações negociadas no período de estudo.

Para a análise comparativa com as empresas do Novo Mercado, foram selecionadas empresas que possuem suas ações no Mercado Tradicional da BM&FBovespa. No período da pesquisa, esse segmento de mercado contava

com 116 empresas. Estudo preliminar descartou da amostra 39 empresas que apresentaram em algum momento da análise, patrimônio líquido negativo ou não apresentaram negociações de suas ações. Assim, as 77 empresas selecionadas cumprem os requisitos de pertencerem ao Mercado Tradicional e terem suas ações negociadas no período de desenvolvimento desta pesquisa.

Nesse estudo, empresas que apresentaram *payout* superior a 1, ou negativo, foram excluídas. Não foram considerados os Q's de Tobin de empresas que apresentaram informações incompletas, incluindo-se, também, as que apresentaram patrimônio ou lucro líquido negativo.

3.2 UNIVERSO DA PESQUISA

A amostra da pesquisa abrangeu 36 empresas brasileiras de capital aberto que ingressaram no Novo Mercado, no ano de 2007. O Quadro 2 apresenta as empresas do Novo Mercado, seus setores de atuação e respectivos códigos de negociação na BM&FBovespa.

Quadro 2 - EMPRESAS SELECIONADAS - NOVO MERCADO

EMPRESA	SETOR DE ATUAÇÃO	CÓDIGO
Metalrio Solutions S/A	Bens Industriais	FRIO
Brasil Brokers Participações S/A	Construção e Transporte	BBRK
Camargo Correa Desenvolvimento Imobiliário S/A	Construção e Transporte	CCIM
CR2 Empreendimentos Imobiliários S/A	Construção e Transporte	CRDE
Even Construtora e Incorporadora S/A	Construção e Transporte	EVEN
Ez Tec Empreendimentos Participações S/A	Construção e Transporte	EZTC
Helbor Empreendimentos S/A	Construção e Transporte	HBOR
Viver Incorporadora e Construtora S/A	Construção e Transporte	VIVR
JHSF Participações S/A	Construção e Transporte	JHSF
LOG-IN Logística Intermodal S/A	Construção e Transporte	LOGN
MRV Engenharia e participações S/A	Construção e Transporte	MRVE
PDG Realty S/A Empreendimentos e Participações	Construção e Transporte	PDGR
Rodobens Negócios Imobiliários S/A	Construção e Transporte	RDNI
Tecnisa S/A	Construção e Transporte	TCSA
Tegma Gestão Logística	Construção e Transporte	TGMA
Trisul S/A	Construção e Transporte	TRIS
TPI – Triunfo Participações e Investimentos S/A	Construção e Transporte	TPIS
BHG – Brazil Hospitality Group S/A	Consumo Cídic	BHGR
Lojas Marisa	Consumo Cídic	AMAR
Springs Global Participações S/A	Consumo Cídic	SGPS
Amil Participações S/A	Consumo Não Cídic	AMIL

Cremer S/A	Consumo Não Códico	CREM
JBS S/A	Consumo Não Códico	JBSS
Marfrig Alimentos S/A	Consumo Não Códico	MRFG
Minerva S/A	Consumo Não Códico	BEEF
São Martinho S/A	Consumo Não Códico	SMT0
SLC Agrícola S/A	Consumo Não Códico	SLCE
Tempo Participações S/A	Consumo Não Códico	TEMP
BR Malls Participações S/A	Financeiro e Outros	BRML
General Shopping Brasil S/A	Financeiro e Outros	GSHP
Iguatemi Empresa de Shopping Centers S/A	Financeiro e Outros	IGTA
Redecard S/A	Financeiro e Outros	RDCE
Fertilizantes Heringer S/A	Materiais Básicos	FHER
Cia Providência Indústria e Comércio	Materiais Básicos	PRVI
Bematech S/A	Tecnologia da Informação	BEMA
MPX Energia S/A	Utilidade Pública	MPXE

Fonte : BM&FBovespa (2013)

A amostra também contém 77 empresas brasileiras que se encontravam no Mercado Tradicional, seus setores de atuação e códigos de negociação na BM&FBovespa, conforme Quadro 3.

Quadro 3 - EMPRESAS SELECIONADAS – MERCADO TRADICIONAL

EMPRESA	SETOR DE ATUAÇÃO	CÓDIGO
Bardella S/A Industrias Mecânicas	Bens Industriais	BDLL
Contax Participações S/A	Bens Industriais	CTAX
Kepler Weber S/A	Bens Industriais	KEPL
Metalúrgica Riosulense S/A	Bens Industriais	RSUL
Metisa Metalúrgica Timboense S/A	Bens Industriais	MTSA
Plascar Participações Industriais S/A	Bens Industriais	PLAS
Schulz S/A	Bens Industriais	SHUL
Tupy S/A	Bens Industriais	TUPY
WLM - Indústria e Comércio S/A	Bens Industriais	BDLL
João Fortes Engenharia S/A	Construção e Transporte	JFEN
Construtora Lix da Cunha S/A	Construção e Transporte	LIXC
Mendes Junior Engenharia S/A	Construção e Transporte	MEND
Sondotécnica Engenharia Solos S/A	Construção e Transporte	SOND
Construtora Sultepa S/A	Construção e Transporte	SULT
Tecnosolo Engenharia S/A	Construção e Transporte	TCNO
Trevisa Investimentos S/A	Construção e Transporte	LUXM
Bidetas Monark S/A	Consumo Códico	BMKS
Brasmotor S/A	Consumo Códico	BMT0
Cia de Tecidos Norte de Minas Coteminas S/A	Consumo Códico	CTNM
Dohler S/A	Consumo Códico	DOHL
Encorpar S/A	Consumo Códico	ECPR
Grazziotin S/A	Consumo Códico	CGRA
Guararapes Confeções S/A	Consumo Códico	GUAR
Karsten S/A	Consumo Códico	CTKA
Lojas Americanas S/A	Consumo Códico	LAME
Mundial S/A Produtos de Consumo	Consumo Códico	MNDL
Cia. Tecidos Santanense	Consumo Códico	CTSA
Springer S/A	Consumo Códico	SPRI

Vicunha Têxtil S/A	Consumo Códico	VINE
Whirlpool S/A	Consumo Códico	WHRL
AMBEV S/A	Consumo Não Códico	AMBV
Companhia Cacique de Café Solúvel S/A	Consumo Não Códico	CIQU
DIMED Distribuidora de Medicamentos S/A	Consumo Não Códico	PNVL
Excelsior alimentos S/A	Consumo Não Códico	BAUH
JOSAPAR – Joaquim Oliveira S/A Participações	Consumo Não Códico	JOPA
RASIP Agropastoril S/A	Consumo Não Códico	RSIP
Souza Cruz S/A	Consumo Não Códico	CRUZ
Costa Pinto S/A	Consumo Não Códico	UCOP
Consórcio Alfa de Administração S/A	Financeiro e Outros	BRGE
Alfa Holding S/A	Financeiro e Outros	RPAD
Bahema S/A	Financeiro e Outros	BAHI
Banco da Amazônia	Financeiro e Outros	BAZA
Banese S/A	Financeiro e Outros	BGIP
Banestes S/A	Financeiro e Outros	BEES
Banco Mercantil do Brasil	Financeiro e Outros	MERC
Monteiro Aranha S/A	Financeiro e Outros	MOAR
Banco Nordeste do Brasil S/A	Financeiro e Outros	BNBR
Indústrias J B Duarte S/A	Financeiro e Outros	JBUD
Celulose Irani S/A	Materiais Básicos	RANI
Elekeiroz S/A	Materiais Básicos	ELEK
FIBAM Companhia Industrial	Materiais Básicos	FBMC
GPC Participações S/A	Materiais Básicos	GPCP
Metalgráfica Iguaçu S/A	Materiais Básicos	MTIG
Panatlântica S/A	Materiais Básicos	PATI
Petropar S/A	Materiais Básicos	PTPA
Companhia Siderúrgica Nacional S/A	Materiais Básicos	CSNA
Tekno S/A Indústria e Comércio	Materiais Básicos	TKNO
Itautec S/A	Tecnologia da Informação	ITEC
AES ELPA S/A	Utilidade Pública	AELP
AES Tietê S/A	Utilidade Pública	GETI
Afluente Geração de Energia Elétrica S/A	Utilidade Pública	AFLU
Ampla Energia e Serviços S/A	Utilidade Pública	CBEE
Cia Catarinense de Águas e Saneamento - CASAN	Utilidade Pública	CASN
Cia Distribuidora de Gás do Rio de Janeiro - CEG	Utilidade Pública	CEGR
Cia Energética do Pernambuco - CELPE	Utilidade Pública	CEPE
Centrais Elétricas Matogrossenses S/A - CEMAT	Utilidade Pública	CMGR
Cia Eletricidade do Estado da Bahia - COELBA	Utilidade Pública	CEEB
Cia energética do Ceará - COELCE	Utilidade Pública	COCE
Cia Gás de São Paulo - COMGAS	Utilidade Pública	CGAS
Cia Energética do Rio Grande do Norte - CONSERN	Utilidade Pública	CSRN
Elektro Eletricidade e Serviços S/A	Utilidade Pública	EKTR
Eletrobrás Participações S/A - ELETROPAR	Utilidade Pública	LIPR
EMAE – Empresa Metropolitana de Águas e Energia S/A	Utilidade Pública	EMAE
ENERGISA S/A	Utilidade Pública	ENGI
Duke Energy Int. Ger. Paranapanema S/A	Utilidade Pública	GEPA
Cia de Saneamento do Paraná - SANEPAR	Utilidade Pública	SAPR

Fonte : BM&FBovespa (2013)

A presente dissertação tem, em seu escopo, a governança corporativa como diferencial para as empresas atuantes no mercado acionário, pois como descrito em seções anteriores, a implementação da governança corporativa na

estrutura das empresas que aderem ao Novo Mercado agrega diferencial para si, e é nesse contexto que se insere o problema: verificar quais os efeitos da adoção da Governança Corporativa no valor da ação, no valor de mercado e na política de dividendos das empresas.

Para o desenvolvimento da pesquisa, e posterior levantamento das conclusões, foram selecionadas as seguintes variáveis a serem estudadas: (i) valor da ação - os preços históricos das ações das empresas; (ii) o valor de mercado - será utilizado o Q de Tobin; (iii) política de dividendos - será analisada através do *payout*.

3.3 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS

As definições das variáveis utilizadas no estudo (valor da ação, valor da empresa e política de dividendos) serão abordadas nas seções seguintes.

3.3.1 O valor da ação

A avaliação do preço de uma ação depende de análise do desempenho da empresa. O valor de mercado, por sua vez, depende do preço das ações negociado em Bolsa de Valores.

A fim de apurar os valores históricos das ações das empresas que constituem a amostra, observou-se a sua variação no período de realização da pesquisa, por meio da verificação das cotações das ações no último dia de cada ano.

Para as empresas do Novo Mercado, foram levantadas as cotações das ações ordinárias (ON). Para as empresas do Mercado Tradicional, foram levantadas as cotações das ações ordinárias (ON) e das ações preferenciais (PN).

3.3.2 O valor de mercado

Para medir o valor de mercado, utilizou-se o Q de Tobin. De acordo com Silva (2002), diversos autores [Morck *et al* (1988), Barclay e Holderness (1989), McConnel e Servaes (1990), Zingales (1994), La Porta *et al* (2000, 2002)] utilizaram o indicador Q de Tobin para medir o desconto no valor de mercado das empresas resultante de expropriação, que representa o valor de mercado dos ativos dividido pelo seu custo de reposição.

Como explicado em Famá e Barros (2000), quando o indicador for maior que 1 ($Q > 1$), significa que as empresas terão incentivo para investir em novos projetos, com o valor total de mercado da empresa sendo superior ao preço de reposição de seus ativos, ou uma criação de riqueza adicionada ao valor da empresa. Por outro lado, quando o indicador for menor que 1 ($Q < 1$), significa que as empresas não terão incentivo para investir em novos projetos, com o valor total de mercado inferior ao que se gastaria para construí-la, ou uma destruição de valor.

Assim sendo, segundo Silva (2002), o numerador do Q de Tobin é o valor de mercado dos ativos da companhia, portanto, o numerador do Q de Tobin corresponde ao valor dos ativos subtraído do valor patrimonial das ações e acrescido do valor de mercado das ações. O denominador do Q de Tobin é o valor de reposição dos ativos. Utilizou-se o valor dos ativos para representar essa variável, da seguinte forma:

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{AT - VP + VM}{AT}$$

Onde,

AT= valor do ativo total da empresa

VP= valor patrimonial da empresa

VM= valor de mercado da empresa

O valor de mercado será definido como:

$$VM = VMO + VMP$$

Onde,

VMO= valor das ações ON da empresa

VMP= valor das ações PN da empresa

Para determinar o valor de mercado das ações, multiplica-se a cotação média do último dia em que houve negócios com aquela ação naquele ano, pela quantidade de ações existentes.

3.3.3 A política de dividendos.

A política de dividendos será analisada através do *payout*, que corresponde aos dividendos pagos pelas empresas em relação ao lucro líquido do exercício. A decisão de uma empresa em distribuir dividendo, ou retê-lo para investir em projetos, dá-se por meio de sua política de dividendos.

De acordo com Assaf Neto (2009), na política de dividendo, o que se procura definir mais adequadamente é a porcentagem do lucro líquido a ser distribuída aos acionistas, isto é, o índice de *payout* de uma empresa, o qual, de acordo com Silva (2002), está definido a seguir:

$$Payout = \frac{\text{Dividendos distribuídos}}{\text{Lucro Líquido do Exercício}}$$

Nesse estudo, será calculado como o percentual de lucro líquido, distribuído no período sob forma de dividendos.

3.3.4 Resumo das variáveis do estudo

As variáveis utilizadas no estudo estão resumidas no Quadro 4, a seguir:

Quadro 4 – Variáveis do estudo

VLRON08	Valor da ação ON na última cotação em 2008
VLVPN09	Valor da ação ON na última cotação em 2009
VLRON10	Valor da ação ON na última cotação em 2010
VLRON11	Valor da ação ON na última cotação em 2011
VLVPN08	Valor da ação PN na última cotação em 2008
VLVPN09	Valor da ação PN na última cotação em 2009
VLVPN10	Valor da ação PN na última cotação em 2010
VLVPN11	Valor da ação PN na última cotação em 2011
QT08	Valor do Q deTobin em 2008
QT09	Valor do Q deTobin em 2009
QT10	Valor do Q deTobin em 2010
QT11	Valor do Q deTobin em 2011
DeltaON	Variação da cotação das ações ON entre 2008 e 2011
PDIV08	Percentual de dividendos distribuídos em 2008 em relação ao lucro líquido
PDIV09	Percentual de dividendos distribuídos em 2009 em relação ao lucro líquido
PDIV10	Percentual de dividendos distribuídos em 2010 em relação ao lucro líquido
PDIV11	Percentual de dividendos distribuídos em 2011 em relação ao lucro líquido

3.3.5 Métodos estatísticos empregados

Para alcançar o objetivo da pesquisa, que é analisar os efeitos nos indicadores das empresas que aderiram ao Novo Mercado, adotando as práticas de Governança Corporativa da BM&FBovespa, comparativamente às empresas do mercado tradicional atuantes neste mesmo mercado de ações, utilizou-se para a análise dos dados empíricos, as seguintes ferramentas estatísticas: (i) Teste de Kolmogorov-Smirnov; (ii) Teste de Mann-Whitney.

O Teste de Kolmogorov-Smirnov foi aplicado na verificação dos pressupostos da normalidade das observações. O teste serve para testar duas amostras independentes extraídas de uma mesma população. Segundo Siegel e Castellan (2006), o teste bilateral é sensível a qualquer tipo de diferença nas distribuições das quais as duas amostras foram extraídas – diferenças em localização (tendência central), em dispersão, em assimetria, etc.

Já o Teste de Mann-Whitney, foi utilizado como teste de significância de médias. Trata-se de um teste não paramétrico, alternativo ao teste *t-Student*, para comparar as médias de duas amostras independentes (SIEGEL E CASTELLAN, 2006).

De acordo com Siegel e Castellan (2006), em ciências do comportamento, a pesquisa foi conduzida de modo a testar hipóteses que surgem nas teorias do comportamento. Para a decisão objetiva sobre se uma hipótese é confirmada por um conjunto de dados, é necessário procedimento objetivo, para aceitar ou rejeitar a hipótese.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Neste capítulo, são apresentados os resultados e análises por meio de procedimentos estatísticos, aplicados à amostra, que compreende 36 empresas que aderiram, no ano de 2007, ao segmento Novo Mercado e uma outra, composta por 77 empresas do segmento Mercado Tradicional, com a condição de que estivessem listadas na BM&FBovespa no período 2008-2011.

Antes da apresentação dos dados estatísticos, foi feita comparação entre duas variáveis: preço da ação e valor de mercado. Esta comparação analisou a variação do valor da ação ON das empresas e a variação do Q de Tobin, que representa o valor de mercado das empresas durante o período de estudo. As análises foram divididas entre as empresas dos dois mercados, conforme as Tabelas 2 e 3. A memória de cálculo das empresas estudadas encontra-se nos Apêndices A e B.

Na Tabela 2, são apresentadas as variações do valor da ação e do valor de mercado das 36 empresas do Novo Mercado.

Tabela 2 – Variação do valor da ação e valor de mercado – Novo Mercado

EMPRESA	CÓDIGO	VARIAÇÃO VALOR DA AÇÃO	VARIAÇÃO VALOR DE MERCADO
METALFRIO	FRIO	-11,72%	1,49%
BR BROKERS	BBRK	257,72%	65,76%
CC DES IMOB	CCIM	75,22%	19,12%
CR2	CRDE	107,86%	51,87%
EVEN	EVEN	129,12%	17,50%
EZTEC	EZTC	640,38%	221,29%
HELBOR	HBOR	759,74%	25,10%
VIVER INCORP S/A	VIVR	20,75%	18,55%
JHSF PART	JHSF	287,59%	72,29%
LOG-IN	LOGN	40,86%	32,35%
MRV	MRVE	247,64%	112,27%
PDG REALT	PDGR	123,66%	65,03%
RODOBENSIMOB	RDNI	52,55%	20,72%
TECNISA	TCSA	218,36%	46,58%
TEGMA	TGMA	600,56%	185,69%
TRISUL	TRIS	29,55%	19,26%
TRIUNFO PART	TPIS	878,49%	74,74%
BHG	BHGR	44,86%	345,21%

LOJAS MARISA	AMAR	472,97%	100,00%
SPRINGS	SGPS	-13,37%	8,75%
AMIL	AMIL	137,06%	18,82%
CREMER	CREM	171,56%	87,95%
JBS	JBSS	23,33%	-6,84%
MARFRIG	MRFG	17,63%	1,09%
MINERVA	BEEF	220,25%	1,23%
SAO MARTINHO	SMTO	88,79%	49,54%
SLC AGRICOLA	SLCE	12,22%	1,39%
TEMPO PART	TEMP	57,14%	-8,94%
BR MALLS PAR	BRML	307,01%	90,29%
GENERALSHOPP	GSHP	402,21%	56,47%
IGUATEMI	IGTA	188,89%	51,69%
REDECARD	RDGD	39,47%	-13,34%
FER HERINGER	FHER	211,80%	8,70%
PROVIDENCIA	PRVI	124,71%	24,28%
BEMATECH	BEMA	-25,05%	-13,08%
MPX ENERGIA	MPXE	635,93%	157,92%

Fonte : Dados da pesquisa de campo

Na análise da variação do valor da ação para as empresas do Novo Mercado, 32 das 36 empresas estudadas tiveram valorização das suas ações acima da valorização do IGC no período que foi de 12,92%, o que significa 88,89% das empresas. Destaque para 22 empresas que tiveram mais de 100% de valorização de suas ações. No segmento de Construção e Transporte, 3 empresas obtiveram mais de 600% de valorização: Triunfo Participações (878,49%), Helbor Empreendimentos (759,74%), Ez Tec Empreendimentos (640,38%). Destaque também para a MPX Energia (635,93%), no segmento de Utilidade Pública. Na análise da variação do valor de mercado dessas mesmas empresas, 32 tiveram variação positiva do valor de mercado. Destaque para 6 empresas que tiveram mais de 100% de valorização no seu valor de mercado: no segmento Consumo Cíclico, BHG (345,21%) e Lojas Marisa (100,00%); no segmento Construção e Transporte, Ez Tec (221,29%) e Tegma (185,69%); e também a MPX Energia (157,92%), no segmento de Utilidade Pública.

Na Tabela 3, são apresentadas as variações do valor da ação e do valor de mercado das 77 empresas do Mercado Tradicional:

Tabela 3 – Variação do valor da ação e valor de mercado – Mercado Tradicional

EMPRESA	CÓDIGO	VARIAÇÃO VALOR DA AÇÃO	VARIAÇÃO VALOR DE MERCADO
BARDELLA	BDLL	22,42%	-3,46%
CONTAX PART	CTAX	160,49%	63,20%
KEPLER WEBER	KEPL	53,33%	1,99%
METAL RIOSULENSE	RSUL	-18,00%	4,22%
METISA	MTSA	51,09%	7,49%
PLASCAR	PLAS	34,78%	12,86%
SCHULZ	SHUL	214,24%	62,89%
TUPY	TUPY	205,73%	29,23%
WLM IND COM	SGAS	130,17%	68,24%
JOAO FORTES	JFEN	274,35%	13,81%
LIX DA CUNHA	LIXC	-23,85%	-0,13%
MENDES JR	MEND	169,97%	-7,53%
SONDOTECNICA	SOND	22,59%	56,43%
SULTEPA	SULT	37,22%	1,78%
TECNOSOLO	TCNO	-17,33%	-29,61%
TREVISA	LUXM	267,05%	31,02%
BIC MONARK	BMKS	16,49%	6,81%
BRASMOTOR	BMTO	14,29%	59,92%
COTEMINAS	CTNM	4,34%	9,83%
DOHLER	DOHL	356,15%	45,86%
ENCORPAR	ECPR	184,76%	82,75%
GRAZZIOTIN	CGRA	167,74%	22,87%
GUARARAPES	GUAR	382,75%	121,16%
KARSTEN	CTKA	-37,01%	1,53%
LOJAS AMERICANAS	LAME	152,13%	15,56%
MUNDIAL	MNDL	48,28%	28,73%
SANTANENSE	CTSA	93,98%	23,12%
SPRINGER	SPRI	114,29%	110,01%
VICUNHA TEX	VINE	-46,02%	-11,56%
WHIRLPOOL	WHRL	26,85%	8,07%
AMBEV	AMBV	263,32%	470,18%
CACIQUE	CIQU	-4,97%	6,13%
DIMED	PNVL	288,05%	67,73%
EXCELSIOR	BAUH	0,00%	14,60%
JOSAPAR	JOPA	33,77%	7,50%
RASIP AGRO	RSIP	-22,00%	-17,93%
SOUZA CRUZ	CRUZ	214,47%	742,36%
USIN C PINTO	UCOP	0,00%	-49,17%
ALFA CONSORCIO	BRGE	10,27%	-0,91%
ALFA HOLDING	RPAD	-1,78%	-0,11%
ALFA INVESTIMENTOS	BRIV	-2,41%	-3,86%
BAHEMA	BAHI	168,05%	-65,44%
BANCO DA AMAZONIA	BAZA	20,00%	5,77%
BANESE	BGIP	296,99%	9,88%
BANESTES	BEES	40,38%	-0,13%
MERCANTIL DO BRASIL	BMEB	-22,94%	0,34%
MONTEIRO ARANHA	MOAR	15,58%	-0,21%
NORD BRASIL	BNBR	18,94%	-1,26%
J B DUARTE	JBDU	-40,00%	21,59%
CEL IRANI	RANI	-17,31%	0,63%
ELEKEIROZ	ELEK	-29,53%	-26,32%
FIBAM	FBMC	76,22%	20,58%

GPC PARTICIPAÇÕES	GPCP	47,22%	21,25%
METAL IGUAÇU	MTIG	145,61%	51,44%
PANATLANTICA	PATI	-2,54%	-10,38%
PETROPAR	PTPA	-34,52%	-23,56%
SID NACIONAL	CSNA	20,17%	17,48%
TEKNO	TKNO	55,21%	39,87%
ITAUTEC	ITEC	-2,70%	-8,65%
AES ELPA	AELP	258,68%	27,56%
AES TIETE	GETI	147,77%	103,88%
AFLUENTE	AFLU	-10,85%	120,76%
AMPLA ENERGIA	CBEE	161,97%	70,29%
CASAN	CASN	-73,33%	-77,70%
CEG	CEGR	65,35%	15,51%
CELPE	CEPE	47,53%	5,74%
CEMAT	CMGR	21,38%	-2,51%
COELBA	CEEB	101,21%	26,97%
COELCE	COCE	141,86%	25,69%
COMGAS	CGAS	73,24%	19,36%
COSERN	CSRN	117,18%	39,07%
ELEKTRO	EKTR	62,87%	48,81%
ELETROPAR	LIPR	20,29%	-19,83%
EMAE	EMAE	6,84%	12,76%
ENERGISA	ENGI	101,89%	60,55%
GER PARANAPANEMA	GEPA	276,96%	135,32%
SANEPAR	SAPR	248,78%	29,73%

Fonte: Dados da pesquisa de campo

Na análise da variação do valor da ação para as empresas do Mercado Tradicional, 54 das 77 empresas estudadas tiveram valorização das suas ações acima da valorização do IGC no período, que foi de 12,92%, o que significa 70,73% das empresas, pois o Ibovespa, que engloba essas ações, teve variação negativa de 4,60%, no período de estudo. Destaque, na Tabela 3, para 28 empresas que tiveram mais de 100% de valorização de suas ações: no segmento de Consumo Cíclico, Guararapes (382,75%) e Dohler (356,15%); no segmento Financeiro, Banese (296,99%); e no segmento Utilidade Pública, Duke Energy (276,96%). Na análise da variação do valor de mercado dessas mesmas empresas, 56 empresas tiveram variação positiva do valor de mercado. Destaque, na Tabela 3, para 7 empresas que tiveram mais de 100% de valorização no seu valor de mercado: no segmento Consumo Não Cíclico, Souza Cruz (742,36%) e AMBEV (470,18%); no segmento Utilidade Pública, Duke Energy (135,32%).

Para embasar a análise dos dados da pesquisa, foram utilizados métodos de análise multivariada. Segundo Hair Jr. et al (2005), esses métodos

influenciam cada vez mais os aspectos analíticos da pesquisa, o planejamento e a abordagem da coleta de dados, para decisões e resoluções de problemas. A análise multivariada reúne múltiplas variáveis em um único relacionamento ou conjunto de relações.

Ao se utilizar de teste estatístico para a análise de significância de médias envolvendo dados numéricos, faz-se necessária uma verificação da normalidade das observações para a escolha do teste de significância a ser utilizado – paramétrico ou não-paramétrico. A verificação da normalidade foi feita através do Teste de Kolmogorov-Smirnov.

Os testes paramétricos especificam certas condições sobre a distribuição das respostas na população da qual se extraiu a amostra analisada. Já os testes não-paramétricos são baseados em um modelo que especifica somente condições muito gerais e nenhuma a respeito da forma específica da distribuição da qual a amostra foi extraída (SEIGEL e CASTELLAN JR, 2006).

4.1 TESTE DE NORMALIDADE

Os testes de normalidade são utilizados para verificar se a distribuição de probabilidade associada a um conjunto de dados pode ser aproximada pela distribuição normal. Para Siegel e Castellan Jr (2006), o Teste de Kolmogorov-Smirnov baseia-se na diferença entre a distribuição acumulada da amostra e a distribuição acumulada esperada. O ponto no qual essas duas distribuições mostram a maior divergência é determinado. Assim, com base em um nível de significância (α) de 5% ou 0,05. A hipótese subjacente a este teste é:

$$H_0: F_{(x)} = Normal$$

$$H_1: F_{(x)} \neq Normal$$

Em que H_0 é a hipótese nula e H_1 é a hipótese alternativa.

Neste caso, não se rejeita a hipótese nula a um nível de significância α (igual a 0,05), se o valor calculado (*p-value*) é maior que o valor de α (ou seja, $p\text{-value} > \alpha$).

Portanto, a fim de testar a normalidade da distribuição com o objetivo de escolher o teste de significância, realizou-se, conforme Tabela 4, o Teste de Kolmogorov-Smirnov, através do software SPSS. Como o $p\text{-value} < \alpha$, rejeita-se a condição H_0 , conforme constatado na Tabela 4, todas as variáveis estudadas não atendem à premissa de normalidade, podendo-se dizer que a distribuição das variáveis em estudo advêm de uma distribuição não normal.

Tabela 4 – Teste de normalidade Kolmogorov-Smirnov

	Estatística	df	<i>p-value</i>
VLR0N08	0,27	60	0,00
VLRPN08	0,25	60	0,00
VLR0N09	0,25	60	0,00
VLRPN09	0,21	60	0,00
VLR0N10	0,24	60	0,00
VLRPN10	0,20	60	0,00
VLR0N11	0,23	60	0,00
VLRPN11	0,20	60	0,00
QT08	0,27	60	0,00
QT09	0,18	60	0,00
QT10	0,18	60	0,00
QT11	0,19	60	0,00
PDIV08	0,24	60	0,00
PDIV09	0,23	60	0,00
PDIV10	0,18	60	0,00
PDIV11	0,21	60	0,00

Fonte : Dados da pesquisa de campo

Desta forma, como a distribuição das variáveis não atende a uma premissa de normalidade, a escolha do teste de significância recaiu sobre um teste não-paramétrico. Neste caso, a escolha foi pelo Teste de Mann-Whitney.

4.2 TESTE DE SIGNIFICÂNCIA

O Teste de Mann-Whitney pode ser usado para testar se dois grupos independentes foram extraídos de uma mesma população. Este é um dos testes não-paramétricos mais poderosos (SEIGEL e CASTELLAN JR, 2006). O objetivo do estudo consiste em comparar as empresas do segmento Novo Mercado com as empresas do segmento Mercado Tradicional, ambos com empresas da BM&FBovespa. Visando a encontrar evidências dos indícios observados nos dois grupos de estudo, procedeu-se ao Teste de Mann-Whitney.

Em consequência, as conclusões sobre os resultados dos testes serão fundamentadas nos seguintes pontos:

- se o nível de significância observado (*p-value*) for maior ou igual ao nível de significância previamente estabelecido α (igual a 0,05), a hipótese nula não será rejeitada, ou seja, não há significância ou não há diferença entre os mercados;
- se o nível de significância observado (*p-value*) for menor do que o nível de significância previamente estabelecido α (igual a 0,05), a hipótese nula será rejeitada e será aceita a hipótese alternativa, ou seja, há significância ou há diferença entre os mercados.

Resumindo:

Se $p\text{-value} \geq \alpha \rightarrow$ Não se rejeita H_0 .

Se $p\text{-value} < \alpha \rightarrow$ Rejeita-se H_0 e aceita-se H_1 .

Na sequência, com a utilização do software SPSS, a Tabela 5 demonstra as medidas estatísticas (média, mediana e desvio padrão) de cada mercado e a Tabela 6 evidencia o resultado do Teste de Mann-Whitney para a análise de significância da variável valor da ação.

Para esta análise, somente foram considerados os valores das ações ordinárias (ON) das empresas de ambos os mercados, pois somente esse tipo de ação está presente nas empresas dos dois mercados, sendo que as ações

preferenciais (PN) somente estão presentes nas empresas do Mercado Tradicional.

Tabela 5 – Estatísticas da variável valor da ação

MERCADO		VLR0N08	VLR0N09	VLR0N10	VLR0N11
Novo Mercado	Válidos	36	36	36	36
	Inválidos	0	0	0	0
	Média	4,50	9,61	12,14	10,15
	Mediana	3,00	8,52	10,19	8,82
	Desvio Padrão	3,89	5,00	6,32	6,30
Mercado Tradicional	Válidos	75	75	75	75
	Inválidos	2	2	2	2
	Média	17,90	21,83	26,58	27,24
	Mediana	7,72	11,17	12,66	13,27
	Desvio Padrão	35,49	34,78	47,36	43,56

Fonte: Dados da pesquisa de campo.

Conforme a Tabela 6, o nível de significância observado da variável VLR0N08 (Sig. = 0,01 ou 1,0%) é menor que o nível de significância previamente estabelecido (0,05 ou 5%), inexistindo evidência estatística suficiente para aceitar H_0 . Portanto, considerando a análise para os mercados em conjunto, houve mudança significativa no valor da ação no ano de 2008, sendo que para as demais variáveis (VLR0N09, VLR0N10 e VLR0N11) não houve mudança significativa.

Tabela 6 – Teste de Mann-Whitney para a variável valor da ação

	VLR0N08	VLR0N09	VLR0N10	VLR0N11
Mann-Whitney	912,00	1191,50	1275,00	1143,50
Significância (p-value)	0,01	0,32	0,64	0,19

Fonte: Dados da pesquisa de campo.

Na Tabela 7, observa-se que o coeficiente de variabilidade (CV) para todas as variáveis apresentou valores acima de 50%, prejudicando, desta forma, a análise através da média.

Tabela 7 - Significância da variável valor da ação

VALOR DA AÇÃO									
NOVO MERCADO					MERCADO TRADICIONAL				
	Média	Mediana	Desvio	CV	Média	Mediana	Desvio	CV	Sig
VLRON08	4,50	3,01	3,89	86,42%	17,90	7,72	35,49	198,25%	p<0,05
VLRON09	9,61	8,53	5,00	52,09%	21,83	11,17	34,78	159,33%	p>0,05
VLRON10	12,14	10,19	6,32	52,06%	26,58	12,66	47,36	178,20%	p>0,05
VLRON11	10,15	8,82	6,30	62,11%	27,24	13,27	43,56	159,89%	p<0,05

Fonte: Dados da pesquisa de campo.

Com o intuito de verificar se existe significância na variação do valor de cotação das ações ON, foi criada uma variável DeltaON, que mede a variação da cotação das ações ON, no ano de 2011, em relação à cotação, no ano de 2008, das empresas de ambos os mercados.

Na sequência, através do software SPSS, a Tabela 8 demonstra as medidas estatísticas e a Tabela 9 evidencia o resultado do Teste de Mann-Whitney, para o nível de significância observado da variável DeltaON (Sig. = 0,00 ou 0%), é menor que o nível de significância previamente estabelecido (0,05 ou 5%), inexistindo evidência estatística suficiente para aceitar H_0 .

Tabela 8 – Estatísticas da variável DeltaON

MERCADO		DeltaON
Novo Mercado	Válidos	36
	Inválidos	0
	Média	210,44
	Mediana	126,91
	Desvio Padrão	234,96
Mercado Tradicional	Válidos	75
	Inválidos	2
	Média	84,89
	Mediana	47,53
	Desvio Padrão	107,21

Fonte: Dados da pesquisa de campo

Conforme a Tabela 9, o nível de significância observado da variável DeltaON, (Sig. = 0,00 ou 0%) é menor que o nível de significância previamente estabelecido (0,05 ou 5%), inexistindo evidência estatística suficiente para aceitar H_0 . Portanto, considerando a análise para os mercados em conjunto, houve mudança significativa na variação do valor da cotação das ações ON, no ano de 2011, em relação à cotação das ações, no ano de 2008, das empresas de ambos os mercados.

Tabela 9 - Teste de Mann-Whitney para a variável DeltaON

	DeltaON
Mann-Whitney U	884,00
Significância	0,00

Fonte: Dados da pesquisa de campo

Na Tabela 10, observa-se que o coeficiente de variabilidade para a variável apresentou valores acima de 50%, prejudicando, desta forma, a análise através da média. Portanto, considerando a análise para os mercados em conjunto, houve mudança significativa na variação da cotação das ações ON, no ano de 2011, em relação ao ano de 2008, para as empresas que aderiram ao Novo Mercado, consequentemente ao mais alto nível de Governança Corporativa da BM&FBovespa (H_1).

Tabela 10 - Dados estatísticos da variável DeltaON

DELTA ON		
	NOVO MERCADO	MERCADO TRADICIONAL
MÉDIA	210,44	84,89
MEDIANA	126,91	47,53
DESVIO	234,96	107,21
CV	111,65%	126,29%

Fonte: Dados da pesquisa de campo

Na sequência, através do software SPSS, a Tabela 11 demonstra as medidas estatísticas e a Tabela 12 evidencia o resultado do Teste de Mann-Whitney, para a análise de significância da variável Q de Tobin. O nível de significância observado da variável QT08 (Sig. = 0,00 ou 0%) é menor que o nível de significância previamente estabelecido (0,05 ou 5%), inexistindo evidência estatística suficiente para aceitar H_0 . Portanto, considerando a análise para os mercados em conjunto, houve mudança significativa no Q de Tobin, no ano de 2008 (H_1).

Tabela 11– Estatísticas da variável Q de Tobin

MERCADO		QT08	QT09	QT10	QT11
Novo Mercado	Válidos	36	36	36	36
	Inválidos	0	0	0	0
	Média	0,78	1,15	1,30	1,10
	Mediana	0,74	1,06	1,10	0,99
	Desvio Padrão	0,29	0,41	0,55	0,35
Mercado Tradicional	Válidos	77	77	77	77
	Inválidos	0	0	0	0
	Média	1,09	1,16	1,23	1,33
	Mediana	0,95	0,97	1,06	1,02
	Desvio Padrão	0,85	0,56	0,60	1,05

Fonte: Dados da pesquisa de campo

Conforme a Tabela 12, o nível de significância observado da variável QT08 (Sig. = 0,00 ou 0%) é menor que o nível de significância previamente estabelecido (0,05 ou 5%), inexistindo evidência estatística suficiente para aceitar H_0 . Portanto, considerando a análise para os mercados em conjunto, houve mudança significativa no valor do Q de Tobin, no ano de 2008, sendo que para as demais variáveis (QT09, QT10 e QT11), não houve mudança significativa.

Tabela 12 – Teste de Mann-Whitney para a variável Q de Tobin

	QT08	QT09	QT10	QT11
Mann-Whitney U	812,00	1269,00	1217,00	1299,00

Significância	0,00	0,47	0,30	0,59
---------------	------	------	------	------

Fonte : Dados de pesquisa de campo

Na Tabela 13, observa-se que o coeficiente de variabilidade para a variável QT08 do Mercado Tradicional apresentou valor acima de 50%, prejudicando desta forma a análise através da média.

Tabela 13 - Significância da variável Q de Tobin

Q DE TOBIN									
NOVO MERCADO					MERCADO TRADICIONAL				
	Média	Mediana	Desvio	CV	Média	Mediana	Desvio	CV	Sig
QT08	0,78	0,74	0,29	37,43%	1,09	0,95	0,85	78,39%	p<0,05
QT09	1,15	1,06	0,41	35,32%	1,16	0,97	0,56	48,22%	p>0,05
QT10	1,30	1,10	0,55	42,58%	1,23	1,06	0,60	49,07%	p>0,05
QT11	1,10	0,99	0,35	31,69%	1,33	1,02	1,05	79,19%	p>0,05

Fonte : Dados da pesquisa de campo

Na sequência, através do software SPSS, a Tabela 14 demonstra as medidas estatísticas e a Tabela 15 evidencia o resultado do Teste de Mann-Whitney, para a análise de significância da variável PDIV08 (Sig. = 0,02 ou 2%) e da variável PDIV11 (Sig. = 0,01 ou 1%), são menores que o nível de significância previamente estabelecido (0,05 ou 5%), inexistindo evidência estatística suficiente para aceitar H_0 . Portanto, considerando a análise para os mercados em conjunto, houve mudança significativa no percentual de dividendos nos anos de 2008 e 2011 (H_1).

Tabela 14 – Estatísticas da variável percentual de dividendos

MERCADO		PDIV08	PDIV09	PDIV10	PDIV11
Nov o Mercado	Validos	36	36	36	36
	Inválidos	0	0	0	0
	Média	24,84%	32,31%	30,95%	23,96%
	Mediana	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
	Desv io Padrão	24,51%	30,26%	27,12%	25,89%
Mercado	Válidos	77	77	77	77

Tradicional	Inválidos	0	0	0	0
	Média	39,48%	39,34%	39,01%	38,55%
	Mediana	27,62%	29,96%	29,43%	25,19%
	Desvio Padrão	34,48%	29,79%	29,19%	31,80%

Fonte: Dados de pesquisa de campo

Conforme a Tabela 15, o nível de significância observado das variáveis PDIV8 (Sig. = 0,02 ou 2%) e PDIV11 (Sig. = 0,01 ou 1%) é menor que o nível de significância previamente estabelecido (0,05 ou 5%), inexistindo evidência estatística suficiente para aceitar H_0 . Portanto, considerando a análise para os mercados em conjunto, houve mudança significativa no valor do Percentual de Dividendos distribuídos, nos anos de 2008 e 2011, sendo que para as demais variáveis (PDIV09 e PDIV10), não houve mudança significativa.

Tabela 15 – Teste de Mann-Whitney para a variável percentual de dividendos

	PDIV08	PDIV09	PDIV10	PDIV11
Mann-Whitney U	1000,50	1087,50	1133,50	979,50
Significância	0,02	0,06	0,12	0,01

Fonte: Dados de pesquisa de campo

Na Tabela 16, observa-se que o coeficiente de variabilidade para a variável apresentou valor acima de 50%, prejudicando desta forma a análise através da média.

Tabela 16 - Significância da variável percentual de dividendos

PERCENTUAL DE DIVIDENDOS									
NOVO MERCADO					MERCADO TRADICIONAL				
	Média	Mediana	Desvio	CV	Média	Mediana	Desvio	CV	Sig
PDV08	24,84	25,00	24,51	98,65%	39,48	27,62	34,48	87,35%	p<0,05
PDV09	32,31	25,00	30,26	93,67%	39,34	29,96	29,79	75,73%	p>0,05
PDV10	30,95	25,00	27,12	87,62%	39,01	29,43	29,19	74,85%	p>0,05
PDV11	23,96	25,00	25,89	108,06%	38,55	25,19	31,80	82,49%	P<0,05

Fonte: Dados de pesquisa de campo

A seguir, a Tabela 17 faz uma síntese do Teste de Mann-Whitney, objetivando oferecer visão geral dos resultados dos testes, nas empresas analisadas.

Tabela 17 - Síntese dos resultados da pesquisa

	Teste Mann-Whitney	Conclusão
Valor da ação	VLR08 apresentou Sig.<0,05, as demais variáveis apresentaram Sig.>0,05	Houve mudança significativa no valor das ações somente no ano de 2008. Houve uma maior valorização das ações das empresas do Novo Mercado.
DeltaON	Apresentou Sig.<0,05.	Houve mudança significativa na variação do valor das ações entre os dois mercados. Houve uma maior valorização das ações das empresas do Novo Mercado.
Q de Tobin	QT08 apresentou Sig.<0,05, as demais variáveis apresentaram Sig.>0,05	Houve mudança significativa na variação do Q de Tobin somente no ano de 2008. Houve uma maior variação no Q de Tobin das empresas do Mercado Tradicional.
Percentual de Dividendos	PDV08 e PDV11 apresentaram Sig.<0,05, as demais variáveis apresentaram Sig.>0,05	Houve mudança significativa na variação do Percentual de dividendos no ano de 2008 e no ano de 2011. Houve uma maior variação no percentual de dividendos nas empresas do Novo Mercado.

Fonte : Dados de pesquisa de campo

Através da síntese dos resultados da pesquisa exposto na Tabela 17, pode-se analisar cada variável separadamente, visando a estabelecer se houve efeito nas empresas que aderiram ao Novo Mercado, em comparação às empresas do Mercado Tradicional.

No que se refere ao valor da ação, observa-se que, no ano de 2008, houve mudança significativa entre os dois mercados. Essa mudança pode ser atribuída à valorização das ações das empresas que ingressaram no Novo Mercado, talvez pela expectativa do desempenho da empresa pelo mercado. Todas as empresas apresentaram expressiva valorização no ano de 2008, fato esse que não se repetiu nos anos posteriores à pesquisa. Essa mudança também é observada na variável DeltaON, que mede a variação do valor da ação ON durante todo o período de estudo. As ações das empresas do Novo Mercado tiveram valorização muito superior (mediana=126,91) em relação às empresas do Mercado Tradicional (mediana=47,53). Assim, as análises

apontam que houve mudança significativa no valor da ação, após a adesão ao Novo Mercado.

Referente ao Q de Tobin, a situação é oposta. No ano de 2008, houve mudança significativa entre os dois mercados. As empresas do Mercado Tradicional, em 2008, tiveram desempenho melhor (mediana=0,95) que as empresas do Novo Mercado (mediana=0,74). No período de 2009 a 2011, houve melhora nesse indicador nas empresas do Novo Mercado, não acusando mudança significativa entre os mercados. Esse indicador ficou similar em ambos os mercados nos anos subsequentes. Assim, as análises apontam mudança significativa neste indicador no primeiro ano após a adesão ao Novo Mercado.

Referente à política de dividendos, houve mudança significativa no ano de 2008 e no ano de 2011 entre os dois mercados. As empresas do Mercado Tradicional tiveram percentual de distribuição de dividendos maior (mediana=27,62% em 2008 e mediana=25,19% em 2011) do que as empresas do Novo Mercado (mediana=25,00% em 2008 e 2011). Como se pode observar, grande parte das empresas do Novo Mercado distribui o valor mínimo obrigatório aos acionistas. A mediana, que foi superior nas empresas do Mercado Tradicional, sugere que o conjunto das empresas do setor energético contribui de maneira significativa para este aumento, pois distribuem dividendos acima da média do mercado. Assim, as análises não apontam mudança significativa neste indicador favorável às empresas que aderiram ao Novo Mercado.

A partir do segundo trimestre de 2008, o Brasil começou a ser influenciado pela baixa no mercado norte-americano. Investidores internacionais não demonstraram confiança, quando grandes instituições financeiras começaram a ser abaladas. Apesar do mercado de capitais brasileiro perder investidores externos neste período de crise, demonstra uma reação no final do ano de 2008, que segue até o início do ano de 2010.

Como consequência dos resultados das análises de ambos os mercados, constata-se que os efeitos positivos verificados no valor da ação tiveram impacto devido, também, a variáveis externas das empresas e não,

apenas, à adesão ao Novo Mercado da BM&FBovespa. Já o valor de mercado, aqui representado pelo Q de Tobin, mostrou boa evolução durante o período de estudo. No tocante à política de dividendos, a adesão não mostrou diferenças significativas na distribuição aos acionistas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A governança corporativa traduziu-se em conceito de mercado, que consiste em um conjunto de princípios e práticas pelos quais os investidores asseguram o retorno dos seus investimentos. São mecanismos que investidores não controladores têm à sua disposição para limitar o abuso de poder do majoritário. Os mercados acionários maiores apresentaram plenas evidências de oferta de índice de governança corporativa, tendo a avaliação de mercado das empresas, medida através da relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial, alcançado valores comparativamente maior.

O mercado de capitais é o meio mais eficiente para a captação de recursos que colaboram com a expansão do setor produtivo, os quais se constituem opção de investimento, por meio da negociação de ações. Assim, um país, que tenha pleno desenvolvimento de seu mercado de capitais, pode produzir um crescimento sustentável. Com a globalização, o mercado de capitais vem adquirindo maior importância no cenário internacional. Nos países em desenvolvimento, tais mercados procuram por investimentos externos e, quanto mais ativo for o mercado, mais investimento atrairá, gerando o desenvolvimento da economia. Um mercado de capitais bem desenvolvido e estruturado permite que seja eliminada a concentração de investimentos nas mãos de poucos grupos econômicos, possibilitando a efetivação de maior número de projetos produtivos, contribuindo, assim, para o processo de crescimento da economia.

Nos países com alta concentração de propriedade em mercados de capitais pouco desenvolvidos, como no Brasil, o conflito entre acionistas minoritários e majoritários se torna uma das questões centrais. A insegurança afasta o acionista minoritário do mercado de capitais, fazendo com que ele transfira seus investimentos para aplicações financeiras de baixo risco. Esta pesquisa, inicialmente, observou que o mercado de capitais brasileiro é muito pouco desenvolvido, quando comparado a alguns países, apesar do crescimento registrado na década de 1990. Os problemas do mercado de capitais brasileiro são de ordem estrutural e necessitam de medidas que

possam modificá-lo. Um dos problemas que tem sido discutido pelo meio empresarial e acadêmico é o baixo grau de governança corporativa presente nas empresas atuantes no mercado. Embora tenha se desenvolvido bastante, o segmento de governança corporativa ainda é o reflexo do mercado de capitais, que carece de maior investimento de recursos em ativos de renda variável.

Assim, foram descritos no arcabouço teórico desse trabalho as diversas visões de governança corporativa, o seu surgimento e a sua expansão pelo mundo corporativo, chegando ao Brasil em 1999, por meio da criação do IBGC, que lançou o primeiro Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Nas economias desenvolvidas, a governança corporativa é determinada pelas leis, pelas regras impostas pelas bolsas de valores e por acordos entre empresas e acionistas. Foram demonstrados os avanços na Lei das Sociedades Anônimas, como também a criação de regras no mercado acionário, por meio do surgimento do Novo Mercado, em 2000, pela BMF&Bovespa. Foi discutida, também, a teoria da agência, que aponta evidências de que administradores nem sempre agem em função do interesse dos acionistas.

Os resultados encontrados sobre os efeitos da governança corporativa corroboram evidências de outros estudos conduzidos no Brasil (ROGERS, 2006; SILVA, 2002; LANZANA, 2004; CÂNDIDO, 2010; TAVARES FILHO, 2006; SILVEIRA, 2002; DOMINGUES, 2006; DAMI, 2006; OKIMURA, 2003; OLIVEIRA, 2008).

Neste sentido, esta pesquisa teve por objetivo analisar os indicadores no desempenho das empresas que aderiram ao Novo Mercado em 2007, adotando as práticas de Governança Corporativa da BM&FBovespa, comparativamente às empresas do mercado tradicional atuantes neste mesmo mercado de ações, que não as adotaram, em termos de variáveis relacionadas ao valor da ação, ao valor de mercado e a política de dividendos.

A análise da variável valor da ação mostrou que o mercado valoriza o momento da adoção de práticas de governança corporativa em torno da valorização das ações. Os resultados obtidos com a valorização das ações, por

meio da variável “valor da ação”, demonstrou maior significância estatística entre os dois grupos analisados no ano de 2008, com evolução significativa das empresas que aderiram às práticas de governança corporativa, sugerindo uma percepção crescente do mercado em relação ao anúncio da adequação das empresas a essas práticas. Já nos anos subsequentes, esta diferença não é notada, não havendo nenhuma significância estatística entre os dois mercados. Durante o período de estudo, 61% das empresas do segmento Novo Mercado obtiveram valorização de suas ações acima de 100%.

A análise da variável “valor de mercado”, representada pelo Q de Tobin, demonstrou que houve maior significância estatística entre os dois mercados também no ano de 2008, com incremento no valor de mercado em relação ao valor patrimonial das empresas que aderiram ao segmento Novo Mercado, no ano de 2008 (média= 0,78), em relação ao ano de 2009 (média= 1,15), enquanto que, nos demais períodos, o comportamento foi similar às empresas do Mercado Tradicional, em que ambos mercados demonstraram pequeno incremento na mediana, em 2010, e um pequeno recuo, em 2011. Esta análise também aponta percepção crescente do mercado em relação à adequação das empresas que aderiram às práticas de governança corporativa.

Por fim, a análise da variável política de dividendos demonstrou que houve grande significância estatística entre os dois mercados, nos anos de 2008 e 2011. O maior percentual de distribuição de dividendos ocorreu nas empresas que não aderiram às práticas de governança corporativa, pois enquanto o percentual nas empresas do Novo Mercado se manteve estável (mediana= 25%), nas empresas do Mercado Tradicional o percentual da distribuição de dividendo sempre foi maior do que o das empresas que aderiram ao Novo Mercado. Assim, a análise dessa variável não aponta para uma melhor distribuição do lucro líquido pelas empresas que aderiram às práticas de governança corporativa.

Os estudos realizados demonstram que as expectativas iniciais da pesquisa foram atendidas, uma vez que a análise demonstra que o mercado considera relevante o comprometimento voluntário das empresas que aderem

às práticas de governança corporativa pertencentes ao segmento Novo Mercado da BM&FBovespa.

Conclui-se que, apesar dos resultados obtidos neste trabalho não terem apresentado efetiva valorização das empresas que aderiram às práticas de governança corporativa, a importância das empresas serem transparentes para os acionistas, principalmente junto aos minoritários, pode promover os retornos de suas ações menos influenciados por fatores de riscos externos.

Face aos resultados da pesquisa, espera-se contribuir para as discussões sobre a governança corporativa nas empresas brasileiras. De modo geral, que a sociedade possa compreender a importância da adoção das boas práticas de governança corporativa como contribuição para uma melhor gestão das empresas brasileiras e desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Como sugestões para pesquisas futuras relacionadas ao tema, seria interessante realizar análise das séries temporais envolvendo todos os níveis de governança corporativa da BM&FBovespa, aumentar o período de análise dos dados, aumentar a amostra e a inclusão de outras variáveis de controle, de forma a estabelecer a magnitude do impacto da expectativa do mercado em relação à adoção de práticas da governança corporativa.

REFERÊNCIAS

AGUIAR, A. B.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. **Revista de Administração da USP**, v.39, n.4, p.338-347, out./Nov./dez. dez 2004.

ANDRADE, A; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa**. São Paulo: Atlas; 2004.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 9ª ed. São Paulo: Atlas; 2009.

BACEN. **A Comissão de Valores Mobiliários (CVM)**. Disponível em:<<http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/cvm.asp>>. Acessado em: 19 jul. 2012.

BARCLAY, M.; HOLDERNESS, C. Private benefits from control of public corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 25, p. 371-95, 1989.

BATISTELLA, F. D.; CORRAR, L. J.; BERGMANN, D. R.; AGUIAR, A. B. Retornos de ações e governança corporativa: um estudo empírico. In: Congresso USP de contabilidade e controladoria, 4, 2004, São Paulo. **ANAIS...** São Paulo: FEA-USP, 2004.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. 3ª ed. São Paulo. Nova Cultural; 1988.

BICHARA, K. R.; CAMARGOS, M. A. Desmutualização, Abertura de Capital e Fusão da Bovespa e BM&F: uma Análise de suas Vantagens, Desvantagens e Conseqüências. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia da FUNDACE*, ed.04/2011, dez. 2011.

BM&FBOVESPA. **Segmentos de listagem**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_nivel-1.asp>. Acessado em: 19 mai. 2012a.

_____. **Novo Mercado**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_nivel-1.asp>. Acessado em: 19 mai. 2012b.

_____. **Nível 1.** Disponível em:<
http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_nivel-1.asp>.
 Acessado em: 19 mai. 2012c.

_____. **Nível 2.** Disponível em:<
http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_nivel-2.asp>.
 Acessado em: 19 mai. 2012d.

_____. **Índice IGC.** Disponível em:< [http://](http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IGC&Idioma=pt-br)
<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IGC&Idioma=pt-br>>. Acessado em: 19 mai. 2012e.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. A adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa beneficia o acionista e aumenta a liquidez acionária? Evidências empíricas do mercado brasileiro. **Revista de Gestão da FEA-USP**, v.17, n.2, p.189-208, abr/jun. 2010.

CÂNDIDO, M. S. **Estrutura de capital e assimetria de informação: efeitos da governança corporativa**. 2010. Dissertação (Mestrado em Ciências) – Departamento de Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto.

CARVALHO, A. G. Governança corporativa no Brasil em Perspectiva. **Revista de Administração da USP**, v.37 n.3, p.19-32, jul./set. 2002.

CICOGNA, M. P. V.; TONETO JUNIOR, R.; VALLE, M. R. O impacto da adesão a padrões mais elevados de governança sobre o financiamento empresarial. **Revista de Administração**, v.42, n.1, p.52-63, jan/fev/mar. 2007.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J.P.H.; LANG, L. **Disentangling the incentive and entrenchment of large shareholdings**. NBER Working Paper, Dez. 2002. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/abstract_id=58642369717> Acesso em: 11 set. 2011.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F. Reflexão sobre as funções da governança corporativa. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, v. 13, n. 1, p.43-55, mar. 2006.

COSTA E SILVA, Francisco da, **As ações preferenciais na Lei 10.303, de 31.10.01: proporcionalidade com as ações ordinárias; vantagens e preferências**, in LOBO, Jorge, **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas**, Forense, Rio de Janeiro, 2002.

DAMI, A. B. T. **Governança corporativa: estrutura de propriedade, desempenho e valor – uma análise de empresas brasileiras**. 2006. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia.

DOMINGUES, F. A. **Governança corporativa como estratégia de diferenciação no mercado acionário – um estudo de ações negociadas na Bovespa**. 2006. Dissertação (Mestrado em Administração) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo.

FAMÁ, R.; BARROS, L. A. B. C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**. São Paulo. v. 7, n. 4, out./dez. 2000.

FUNDAMENTUS. **Fundamentus – Investa consciente**. São Paulo. Disponível em: <<http://www.fundamentus.com.br>> Acesso em: 15 jan. 2011.

GIL, A.C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6ª ed. Atlas: São Paulo; 2010.

GITMAN, L. J. **Princípios de Administração Financeira**. 11ª ed. São Paulo: Harbra; 2001.

IUDÍCIBUS, S.; RICARDINO FILHO, A. A. A primeira Lei das Sociedades Anônimas no Brasil – Lei nº 1.083 de 22 de agosto de 1860. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, n.27, p.7-25, mai./ago. 2002.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das melhores práticas de Governança Corporativa**. 4ª ed. São Paulo: IBGC; 2009.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. **Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure**. NBER Working Paper, Jul. 1976.

Disponível em: <[http://papers.ssm.com/Abstract_id= 94043](http://papers.ssm.com/Abstract_id=94043)> Acesso em: 15/09/2011.

LANZANA, A. P. **Relação entre o disclosure e a governança corporativa das empresas brasileiras**. 2004. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R., Law and finance. **Journal of Political Economy**. v.106, n.6, p. 1113-1155, Dec. 1998.

_____. **Corporate ownership around the world**. NBER Working Paper, Abr. 1999. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/Abstract_id= 103130](http://papers.ssrn.com/Abstract_id=103130)> Acesso em: 15/09/2011.

_____. **Investor protection and corporate governance**. NBER Working Paper, Jan. 2000. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/Abstract_id= 183908](http://papers.ssrn.com/Abstract_id=183908)> Acesso em: 15/09/2011.

_____. **Investor protection and corporate valuation**. NBER Working Paper, Jul. 2002. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/Abstract_id= 192549](http://papers.ssrn.com/Abstract_id=192549)> Acesso em: 15/09/2011.

_____. **What Works in security laws?**. NBER Working Paper, Dez. 2004. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/Abstract_id= 192549](http://papers.ssrn.com/Abstract_id=192549)> Acesso em: 15/09/2011.

LOPES, J. R. A.; MARTINS, H. C. Adesão às práticas de governança corporativa e as alterações no custo de capital de terceiros: um estudo das empresas listadas no “novo mercado” e “níveis diferenciados” da Bovespa. **Revista de Administração da FEAD-Minas**, Ed. especial, out. 2007.

McCONNEL, J.; SERVAES, H. Additional evidence on equity ownership and corporate value, **Journal of Financial Economics**, v. 27, p. 595-612, 1990.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 293-315, 1988.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

OLIVEIRA, G. H. **Consolidação do Novo Mercado: análise de custos e benefícios das boas práticas de governança corporativa**. 2008. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) – Departamento de Engenharia de Produção da Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade de São Paulo, São Carlos.

RABELO F. M.; SILVEIRA, J. M. **Estrutura de Governança e Governança Corporativa**: avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras. Campinas: Unicamp, Instituto de Economia, jul. 1999 (Texto para discussão, 77).

RIBEIRO NETO, R. M. R.; FAMÁ, R. Uma alternativa do crescimento para o mercado de capitais brasileiro. **Revista de Administração da USP**, v.37, n.1, p.29-38, jan./fev./mar. 2002.

ROGERS, P. **Governança corporativa, mercado de capitais e crescimento econômico no Brasil**. 2006. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia.

ROGERS, P.; RIBEIRO, K.C.S.; SOUSA, A.F. Comparações múltiplas das carteiras de bolsa no Brasil: avaliação da performance do índice de governança corporativa. **Revista de Gestão**, v.12, n.4, p.55-72, out./dez. 2005.

ROSA, D. C. D.; FARIA, J. C. O impacto da Lei 11.638/97 no mundo contábil. XIV Encontro Latino Americano de Iniciação Científica, São José dos Campos, **Anais...**, Outubro de 2010.

SCHUMPETER, J. A. **Teoria do Desenvolvimento**: O mercado monetário. São Paulo: Ed. Abril; 1984.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v.52, 1997.

SIEGEL, S.; CASTELLAN JUNIOR, N. J. **Estatística não-paramétrica para ciências do comportamento**. 2ª ed. Porto Alegre: Artmed; 2006.

SINGH, A. The stock-market and economic development: should developing countries encourage stock-markets? **Unctad Review**, n. 4, 1993.

SILVA, A. L. C. **A influência da estrutura de controle e propriedade no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras**. 2002. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal do Rio de Janeiro - UFRJ, Instituto COPPEAD de Administração, Rio de Janeiro.

SILVEIRA, A. Di M. **Governança Corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo: Saint Paul; 2005.

_____. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

_____. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

SOTHE, A.; CUNHA, J. V. A. Lei nº 11.638/2007: estudo sobre o nível de conhecimento dos mestres formados pela Fundação Universidade Regional de Blumenau - FURB. **Revista Catarinense da Ciência Contábil - CRCSC**, v.8 n.23, p.57-72, abr./jul. 2009.

TAVARES FILHO, F. **Rentabilidade e valor das companhias no Brasil: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da Bovespa**. 2006. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

VALADARES, S. M.; LEAL, R. P. C. Ownership and control structure of Brazilian companies. **Revista Abante**, v. 3, n. 1, p. 29-56, out.1999/abr.2000.

VIEIRA, E. R.; CORRÊA, V. P. Mercado de Capitais e Governança Corporativa no Brasil: reflexões sobre os movimentos recentes. Fórum Banco do Nordeste de Desenvolvimento, VII Encontro Regional de Economia, Fortaleza, **Anais...**, Julho de 2002.

VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. T. Governança Corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Revista Organizações em Contexto**. Ano 2, v.2, p.48-67, jan/jun. 2006.

ZINGALES, L. The value of the voting right: a study of the Milan stock exchange experience. **Review of Financial Studies**, v. 7, p. 125-148, 1994.

APÊNDICE A - TABELA DE EMPRESAS DO NOVO MERCADO

EMP	MERC	SETAT	COD	AT08	AT09	AT10	AT11	LL08	LL09	LL10	LL11	VLRON08	VLRPN08	VLRON09	VLRPN09	VLRON10
METALFRIO	1	11	FRIO	859.299	723.427	888.811	951.102	-90.228	34.822	66.866	7.248	6,23	0,00	8,80	0,00	13,18
BR BROKERS	1	12	BBRK	445.849	475.092	536.130	923.772	15.493	42.681	69.154	101.269	1,49	0,00	5,97	0,00	8,92
CC DES IMOB	1	12	CCIM	1.821.171	2.162.146	2.561.397	2.895.118	7.808	55.108	126.960	-192.802	2,30	0,00	5,10	0,00	7,63
CR2	1	12	CRDE	547.676	749.701	814.146	787.859	35.683	14.341	44.607	7.043	2,80	0,00	5,28	0,00	6,85
EVEN	1	12	EVEN	1.757.075	2.271.285	3.060.645	3.489.080	39.107	104.961	239.866	214.814	2,61	0,00	7,91	0,00	8,18
EZTEC	1	12	EZTC	916.341	1.133.161	1.381.471	1.774.278	72.750	154.784	231.547	312.519	2,08	0,00	7,83	0,00	13,34
HELBOR	1	12	HBOR	937.375	1.162.813	2.099.216	2.630.337	45.963	74.736	172.955	202.677	0,77	0,00	3,73	0,00	6,46
VIVER INCORP S/A	1	12	VIVR	1.667.026	1.938.761	2.524.188	3.118.797	-74.974	12.973	67.373	-114.928	1,59	0,00	3,35	0,00	3,32
JHSF PART	1	12	JHSF	1.582.618	1.815.310	2.132.699	2.545.388	151.236	155.938	213.466	220.769	1,37	0,00	3,39	0,00	3,38
LOG-IN	1	12	LOGN	787.374	931.970	1.160.023	1.507.111	79.204	-6.755	0	-49.627	4,87	0,00	8,50	0,00	10,40
MRV	1	12	MRVE	2.682.592	4.360.259	6.791.338	9.160.646	205.289	330.051	607.396	722.098	2,96	0,00	13,01	0,00	14,81
PDG REALT	1	12	PDGR	3.246.747	6.075.143	15.386.410	17.253.079	173.340	321.225	750.074	672.606	2,62	0,00	8,40	0,00	9,98
RODOBENSIMOB	1	12	RDNI	1.035.461	1.465.284	2.171.424	2.031.159	78.677	26.381	68.070	55.001	7,06	0,00	16,73	0,00	15,72
TECNISA	1	12	TCSA	1.455.345	2.248.435	3.135.070	3.943.761	71.512	105.009	190.046	137.190	3,05	0,00	9,62	0,00	10,47
TEGMA	1	12	TGMA	587.595	577.472	600.948	953.130	54.317	72.656	106.678	92.510	3,55	0,00	13,57	0,00	23,61
TRISUL	1	12	TRIS	906.412	1.083.487	1.799.696	1.664.719	-6.184	43.066	37.201	-38.538	2,20	0,00	5,55	0,00	6,85
TRIUNFO PART	1	12	TPIS	2.644.096	2.862.534	3.015.614	3.403.687	-51.632	8.388	29.314	41.810	0,93	0,00	5,24	0,00	9,23
BHG	1	13	BHGR	744.386	757.463	801.340	1.016.102	204.477	2.636	-6.172	-86.322	10,70	0,00	14,25	0,00	20,19
LOJAS MARISA	1	13	AMAR	1.580.175	1.538.278	2.061.292	2.432.599	20.464	71.644	198.237	168.618	2,96	0,00	10,39	0,00	24,32
SPRINGS	1	13	SGPS	3.156.239	2.708.651	2.684.031	2.679.424	-329.446	34.992	-18.432	-407.166	3,59	0,00	4,58	0,00	5,30
AMIL	1	14	AMIL	2.455.399	3.807.621	4.472.161	5.392.361	206.058	106.257	120.598	166.354	6,88	0,00	13,44	0,00	17,56
CREMER	1	14	CREM	361.425	608.496	530.524	809.275	28.359	39.953	32.201	18.639	5,45	0,00	12,31	0,00	17,19
JBS	1	14	JBSS	16.422.219	43.130.535	42.835.619	47.411.844	204.509	122.953	-254.612	-322.885	4,93	0,00	9,32	0,00	7,17
MARFRIG	1	14	MRFG	10.033.979	12.254.587	22.599.586	23.823.441	2.215	645.125	137.789	-746.683	7,26	0,00	19,00	0,00	15,40
MINERVA	1	14	BEEF	2.006.898	2.086.156	2.628.350	3.499.191	-216.750	65.783	26.218	47.048	1,58	0,00	5,51	0,00	6,58
SAO MARTINHO	1	14	SMT0	1.911.130	4.245.578	4.187.443	4.030.417	-48.794	-70.364	88.380	103.893	8,74	0,00	16,38	0,00	25,98
SLC AGRICOLA	1	14	SLCE	2.912.996	2.881.623	3.044.599	3.584.453	24.144	28.324	62.368	154.617	13,34	0,00	15,54	0,00	21,08
TEMPO PART	1	14	TEMP	533.410	492.344	566.608	542.392	-141.906	3.159	28.565	32.142	2,31	0,00	3,27	0,00	4,49
BR MALLS PAR	1	15	BRML	6.291.554	8.458.545	10.569.767	14.081.817	-30.457	186.011	117.908	111.867	4,42	0,00	10,45	0,00	16,81
GENERALSHOPP	1	15	GSHP	1.010.963	845.332	1.170.833	1.281.828	-7.707	24.423	-11.355	-38.001	2,26	0,00	8,55	0,00	13,09
IGUATEMI	1	15	IGTA	1.433.356	1.964.885	2.294.331	2.897.032	72.711	92.927	143.970	144.340	5,94	0,00	16,20	0,00	20,16
REDECARD	1	15	RDCD	14.644.606	17.459.193	22.979.256	28.897.604	1.196.120	1.394.560	1.399.962	1.404.422	20,27	0,00	24,32	0,00	19,01
FER HERINGER	1	16	FHER	1.989.272	1.808.603	2.022.844	2.594.203	-253.164	61.670	61.805	63.890	3,56	0,00	10,70	0,00	9,27
PROVIDENCIA	1	16	PRVI	1.346.752	1.273.159	1.335.669	1.266.020	48.437	49.037	32.868	39.548	2,55	0,00	6,45	0,00	6,31
BEMATECH	1	17	BEMA	516.894	491.822	502.539	465.793	32.611	15.538	18.046	-42.420	5,11	0,00	7,69	0,00	8,21
MPX ENERGIA	1	18	MPXE	3.406.678	4.817.680	6.279.556	8.781.488	193.874	-220.183	-255.614	-401.862	1,67	0,00	5,52	0,00	6,46

VLRPN10	VLRPN11	VLRPN11	AON08	APN08	AON09	APN09	AQON10	APN10	AON11	APN11	VP08	VP09	VP10	VP11	VM08	VM09
0,00	5,50	0,00	40.819	0	40.819	0	41.439	0	41.439	0	292.955	281.450	315.505	257.169	254.302	359.207
0,00	5,33	0,00	168.205	0	168.877	0	168.877	0	179.043	0	369.978	388.903	451.625	756.762	250.625	1.008.196
0,00	4,03	0,00	113.000	0	113.000	0	113.000	0	113.000	0	621.634	665.816	777.840	586.781	259.900	576.300
0,00	5,82	0,00	46.136	0	46.136	0	46.136	0	48.443	0	389.041	421.481	431.120	441.015	129.181	243.598
0,00	5,98	0,00	178.500	0	178.730	0	233.293	0	233.293	0	812.993	917.852	1.409.837	1.594.474	465.885	1.413.754
0,00	15,40	0,00	146.724	0	146.724	0	146.724	0	146.724	0	800.945	924.900	1.116.642	1.417.361	305.186	1.148.849
0,00	6,62	0,00	52.597	0	52.597	0	65.097	0	65.097	0	364.732	420.981	727.827	908.993	40.500	196.187
0,00	1,92	0,00	94.952	0	197.809	0	285.309	0	285.309	0	618.337	793.946	1.120.831	1.005.903	150.974	662.660
0,00	5,31	0,00	426.374	0	426.374	0	426.374	0	428.762	0	848.096	916.441	1.078.469	1.168.023	584.132	1.445.408
0,00	6,86	0,00	91.712	0	91.712	0	91.712	0	91.712	0	601.451	588.296	611.915	533.841	446.637	779.552
0,00	10,29	0,00	135.800	0	481.400	0	482.435	0	482.710	0	1.641.877	2.523.274	3.052.750	3.670.089	401.968	6.263.014
0,00	5,86	0,00	146.003	0	389.878	0	1.106.242	0	1.123.632	0	1.645.067	2.933.624	5.964.848	6.436.886	382.528	3.274.975
0,00	10,77	0,00	48.575	0	48.575	0	48.575	0	48.575	0	600.794	622.833	677.508	712.940	342.940	812.660
0,00	9,71	0,00	145.435	0	145.435	0	145.383	0	185.967	0	862.381	983.111	1.195.384	1.632.314	443.577	1.399.085
0,00	24,87	0,00	66.003	0	66.003	0	66.003	0	66.003	0	347.918	369.893	419.902	398.088	234.311	895.661
0,00	2,85	0,00	75.956	0	75.956	0	81.799	0	81.799	0	420.781	463.024	508.413	468.098	167.103	421.556
0,00	9,10	0,00	136.704	0	136.704	0	146.000	0	146.000	0	1.272.276	1.389.052	1.407.515	1.360.542	127.135	716.329
0,00	15,50	0,00	9.450	0	18.240	0	36.472	0	41.067	0	693.825	640.363	638.199	730.879	101.115	259.920
0,00	16,96	0,00	184.503	0	184.503	0	184.551	0	184.551	0	598.206	720.460	823.045	857.765	546.129	1.916.986
0,00	3,11	0,00	143.647	0	143.647	0	143.647	0	143.647	0	1.592.636	1.709.805	1.647.626	1.206.497	515.693	657.903
0,00	16,31	0,00	360.423	0	360.423	0	360.660	0	360.660	0	1.197.331	1.745.929	1.376.094	1.521.567	2.479.710	4.844.085
0,00	14,80	0,00	33.678	0	33.678	0	31.923	0	32.255	0	310.705	350.344	285.781	300.740	183.545	414.576
0,00	6,08	0,00	1.438.078	0	2.367.471	0	2.567.471	0	3.061.444	0	6.993.895	19.146.010	18.694.849	21.599.188	7.089.725	22.064.830
0,00	8,54	0,00	267.943	0	346.983	0	346.983	0	346.983	0	2.243.010	3.785.904	4.008.741	3.419.214	1.945.266	6.592.677
0,00	5,06	0,00	75.000	0	105.000	0	105.793	0	105.979	0	290.363	525.535	540.273	796.466	118.500	578.550
0,00	16,50	0,00	113.000	0	113.000	0	113.000	0	113.000	0	1.648.965	1.798.660	1.909.391	1.953.486	987.620	1.850.940
0,00	14,97	0,00	98.897	0	98.897	0	98.897	0	98.897	0	1.711.678	1.807.098	1.874.993	1.920.236	1.319.286	1.536.859
0,00	3,63	0,00	162.576	0	163.329	0	163.098	0	156.401	0	295.792	283.514	566.608	542.392	375.551	534.086
0,00	17,99	0,00	171.295	0	202.412	0	406.277	0	449.542	0	3.544.162	5.063.155	5.789.398	7.242.727	757.124	2.115.205
0,00	11,35	0,00	50.480	0	50.480	0	50.480	0	50.480	0	358.046	382.469	371.114	333.113	114.085	431.604
0,00	17,16	0,00	64.855	0	79.255	0	79.255	0	79.255	0	945.052	1.380.488	1.488.258	1.578.861	385.239	1.283.931
0,00	28,27	0,00	672.971	0	672.971	0	672.971	0	672.971	0	1.187.176	1.427.182	1.400.565	1.581.315	13.641.122	16.366.655
0,00	11,10	0,00	48.471	0	48.471	0	48.471	0	48.471	0	286.246	347.917	409.722	473.612	172.557	518.640
0,00	5,73	0,00	82.483	0	82.483	0	80.041	0	80.041	0	670.838	695.952	697.101	689.285	210.332	532.015
0,00	3,83	0,00	54.266	0	54.266	0	51.568	0	51.568	0	385.681	387.958	400.841	343.321	277.299	417.306
0,00	12,29	0,00	6.831	0	136.693	0	136.693	0	136.721	0	2.050.604	1.879.079	1.701.563	1.370.075	11.408	754.545

VM10	VM11	NQT08	NQT2009	NQT10	NQT11	QT08	QT09	QT10	QT11	DIV08	DIV09	DIV10	DIV11	PDIV08	PDIV09	PDIV10	PDIV11
546.166	227.915	820.646	801.184	1.119.472	921.848	0,96	1,11	1,26	0,97	0	12.686	30.875	0	0,00%	36,43%	46,17%	0,00%
1.506.383	954.299	326.496	1.094.385	1.590.888	1.121.309	0,73	2,30	2,97	1,21	3.873	10.670	17.289	25.317	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
862.190	455.390	1.459.437	2.072.630	2.645.747	2.763.727	0,80	0,96	1,03	0,95	1.951	13.777	31.743	0	24,99%	25,00%	25,00%	0,00%
316.032	281.938	287.816	571.818	699.058	628.782	0,53	0,76	0,86	0,80	20.243	3.583	24.220	1.762	56,73%	24,98%	54,30%	25,02%
1.908.337	1.395.092	1.409.967	2.767.187	3.559.145	3.289.698	0,80	1,22	1,16	0,94	9.777	26.240	59.967	53.703	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
1.957.298	2.259.550	420.582	1.357.110	2.222.127	2.616.467	0,46	1,20	1,61	1,47	18.187	38.696	57.887	78.130	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
420.527	430.942	613.143	938.019	1.791.916	2.152.286	0,65	0,81	0,85	0,82	11.491	22.421	51.886	70.938	25,00%	30,00%	30,00%	35,00%
947.226	547.793	1.199.663	1.807.475	2.350.583	2.660.687	0,72	0,93	0,93	0,85	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1.441.144	2.276.726	1.318.654	2.344.277	2.495.374	3.654.091	0,83	1,29	1,17	1,44	45.000	82.400	148.054	79.930	29,75%	52,84%	69,36%	36,21%
953.805	629.144	632.560	1.123.226	1.501.913	1.602.414	0,80	1,21	1,29	1,06	19.801	0	0	0	25,00%	0,00%	0,00%	0,00%
7.144.862	4.967.086	1.442.683	8.099.999	10.883.450	10.457.643	0,54	1,86	1,60	1,14	51.322	82.513	151.849	180.524	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
11.040.295	6.584.484	1.984.208	6.416.494	20.461.857	17.400.677	0,61	1,06	1,33	1,01	45.380	80.306	187.519	168.152	26,18%	25,00%	25,00%	25,00%
763.599	523.153	777.607	1.655.111	2.257.515	1.841.372	0,75	1,13	1,04	0,91	19.669	6.595	17.017	16.500	25,00%	25,00%	25,00%	30,00%
1.522.160	1.805.740	1.036.541	2.664.409	3.461.846	4.117.187	0,71	1,19	1,10	1,04	17.878	26.252	47.512	54.876	25,00%	25,00%	25,00%	40,00%
1.558.331	1.641.495	473.988	1.103.240	1.739.377	2.196.537	0,81	1,91	2,89	2,30	30.000	60.000	62.500	36.000	55,23%	82,58%	58,59%	38,91%
560.323	233.127	652.734	1.042.019	1.851.606	1.429.748	0,72	0,96	1,03	0,86	0	10.767	9.300	0	0,00%	25,00%	25,00%	0,00%
1.347.580	1.328.600	1.498.955	2.189.811	2.955.679	3.371.745	0,57	0,76	0,98	0,99	0	8.388	18.328	20.000	0,00%	100,00%	62,52%	47,84%
736.370	636.539	151.676	377.020	899.511	921.762	0,20	0,50	1,12	0,91	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
4.488.280	3.129.985	1.528.098	2.734.804	5.726.527	4.704.819	0,97	1,78	2,78	1,93	7.500	34.234	49.559	42.154	36,65%	47,78%	25,00%	25,00%
761.329	446.742	2.079.296	1.656.749	1.797.734	1.919.669	0,66	0,61	0,67	0,72	0	11.664	0	0	0,00%	33,33%	0,00%	0,00%
6.333.190	5.882.365	3.737.778	6.905.777	9.429.257	9.753.159	1,52	1,81	2,11	1,81	59.632	26.564	40.000	50.006	28,94%	25,00%	33,17%	30,06%
548.756	477.374	234.265	672.728	793.499	985.909	0,65	1,11	1,50	1,22	24.593	13.984	11.270	6.524	86,72%	35,00%	35,00%	35,00%
18.408.767	18.613.580	16.518.049	46.049.355	42.549.537	44.426.236	1,01	1,07	0,99	0,94	51.127	122.953	0	0	25,00%	100,00%	0,00%	0,00%
5.343.538	2.963.235	9.736.235	15.061.360	23.934.383	23.367.462	0,97	1,23	1,06	0,98	0	161.281	34.697	0	0,00%	25,00%	25,18%	0,00%
696.118	536.254	1.835.035	2.139.171	2.784.195	3.238.979	0,91	1,03	1,06	0,93	0	0	6.555	29.238	0,00%	0,00%	25,00%	62,15%
2.935.740	1.864.500	1.249.785	4.297.858	5.213.792	3.941.431	0,65	1,01	1,25	0,98	0	0	22.095	25.973	0,00%	0,00%	25,00%	25,00%
2.084.749	1.480.488	2.520.604	2.611.384	3.254.355	3.144.705	0,87	0,91	1,07	0,88	10.595	7.081	15.592	38.654	43,88%	25,00%	25,00%	25,00%
732.310	567.736	613.169	742.916	732.310	567.736	1,15	1,51	1,29	1,05	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
6.829.516	8.087.261	3.504.516	5.510.595	11.609.885	14.926.351	0,56	0,65	1,10	1,06	0	49.211	67.202	67.745	0,00%	26,46%	57,00%	60,56%
660.783	572.948	767.002	894.467	1.460.502	1.521.663	0,76	1,06	1,25	1,19	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1.597.781	1.360.016	873.543	1.868.328	2.403.854	2.678.187	0,61	0,95	1,05	0,92	47.363	46.150	53.433	36.085	65,14%	49,66%	37,11%	25,00%
12.793.179	19.024.890	27.098.552	32.398.666	34.371.870	46.341.179	1,85	1,86	1,50	1,60	993.169	1.394.160	1.330.000	1.360.800	83,03%	99,97%	95,00%	96,89%
449.326	538.028	1.875.583	1.979.326	2.062.448	2.658.619	0,94	1,09	1,02	1,02	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
505.059	458.635	886.246	1.109.222	1.143.627	1.035.370	0,66	0,87	0,86	0,82	24.218	21.807	32.868	39.548	50,00%	44,47%	100,00%	100,00%
423.373	197.505	408.512	521.170	525.071	319.977	0,79	1,06	1,04	0,69	18.616	15.470	15.475	0	57,09%	99,56%	85,75%	0,00%
883.037	1.680.301	1.367.482	3.693.146	5.461.030	9.091.714	0,40	0,77	0,87	1,04	48.468	0	0	0	25,00%	0,00%	0,00%	0,00%

APÊNDICE B - TABELA DE EMPRESAS DO MERCADO TRADICIONAL

EMP	MERC	SETAT	COD	AT08	AT09	AT10	AT11	LL08	LL09	LL10	LL11	VLRON08	VLRPN08	VLRON09	VLRPN09	VLRON10
BARDELLA	2	11	BDLL	829.381	1.145.165	964.056	835.574	13.004	15.803	51.298	8.598	155,20	106,42	179,12	112,78	190,00
CONTAX PART	2	11	CTAX	954.435	1.071.673	1.378.557	2.647.457	87.789	122.390	100.000	100.000	7,72	7,73	22,32	20,20	27,97
KEPLER WEBER	2	11	KEPL	519.394	519.586	552.072	651.348	-3.312	-3.010	25.404	28.254	7,35	7,35	17,64	17,64	17,15
METAL RIOSULENSE	2	11	RSUL	194573	187025	197842	194.917	17.598	-10.335	-5.264	-2.919	100,00	100,00	98,48	98,48	98,50
METISA	2	11	MTSA	213.239	219.797	258.518	286.567	27.211	24.086	18.467	16.866	17,87	17,87	25,02	25,02	25,46
PLASCAR	2	11	PLAS	625.573	725.850	876.346	969.278	14.991	10.084	9.175	10.313	1,38	0,00	2,39	0,00	3,60
SCHULZ	2	11	SHUL	452.822	645.063	700.655	830.513	-13.081	35.195	47.670	46.606	3,09	3,09	4,75	4,75	8,59
TUPY	2	11	TUPY	2.038.688	2.185.028	2.425.321	3.497.845	160.146	148.899	146.709	193.215	8,73	9,24	11,39	12,71	23,35
WLM IND COM	2	11	SGAS	491.022	536.010	568.110	561.606	86.203	26.660	54.180	37.734	24,89	23,91	35,76	38,69	45,92
JOAO FORTES	2	12	JFEN	454.240	615.448	1.204.674	1.801.495	-5.240	-60.369	55.303	63.362	2,30	0,00	7,32	0,00	10,82
LIX DA CUNHA	2	12	LIXC	362.150	337.166	358.147	330.395	-4.016	1.342	-3.220	-636	2,18	0,00	3,36	0,00	2,82
MENDES JR	2	12	MEND	6.532.270	7.309.660	8.086.044	9.130.626	374.777	414.037	666.624	557.132	11,39	9,85	23,26	23,51	18,81
SONDOTECNICA	2	12	SOND	81.744	83.421	82.917	93.174	6.268	7.408	5.518	6.278	34,79	13,99	23,95	21,56	27,15
SULTEPA	2	12	SULT	816.345	896.014	965.109	937.943	69	13.230	21.042	559	2,66	3,27	4,45	4,83	4,13
TECNOSOLO	2	12	TCNO	138.018	147.673	165.966	185.269	1.881	2.269	-8.785	-6.010	0,75	0,59	0,72	0,64	0,90
TREVISIA	2	12	LUXM	123.072	132.128	135.497	135.218	1.404	2.769	4.872	6.420	12,26	18,95	12,26	20,22	38,97
BIC MONARK	2	13	BMKS	229.209	243.017	480.870	251.554	10.157	11.157	167.220	23.310	246,50	0,00	207,11	0,00	337,66
BRASMOTOR	2	13	BMTO	801.459	771.968	759.786	792.529	309.157	153.338	253.733	156.364	0,56	0,36	0,68	0,68	0,88
COTEMINAS	2	13	CTNM	3.726.548	3.258.584	3.324.673	3.371.430	12.943	3.009	2.061	-374.732	3,46	3,75	5,24	5,35	5,37
DOHLER	2	13	DOHL	315.683	495.449	502.013	520.521	6.257	3.653	11.744	17.102	1,30	2,20	1,90	2,00	2,79
ENCORPAR	2	13	ECPR	169.629	167.994	175.317	218.062	6.912	127	7.427	44.739	10,50	10,05	14,44	10,94	12,56
GRAZZIOTIN	2	13	CGRA	196.324	368.182	395.982	425.934	29.000	27.021	31.609	33.798	4,99	5,00	11,17	11,34	13,13
GUARARAPES	2	13	GUAR	2.256.619	2.547.534	3.169.164	3.710.950	114.593	163.318	285.520	303.686	16,99	14,42	71,27	47,10	78,74
KARSTEN	2	13	CTKA	374.196	338.154	401.054	365.555	10.416	8.138	21.040	-69.439	6,35	7,57	3,73	4,17	5,61
LOJAS AMERICANAS	2	13	LAME	6.303.997	6.643.375	7.996.619	9.550.056	85.051	144.427	272.232	303.473	3,99	4,75	9,63	11,75	9,38
MUNDIAL	2	13	MNDL	870.031	856.202	879.892	887.487	7.452	-25.288	17.444	-22.965	0,29	0,19	0,21	0,20	0,24
SANTANENSE	2	13	CTSA	254.193	263.965	308.993	342.993	31.271	16.903	20.589	21.936	1,66	1,60	3,18	2,99	2,48
SPRINGER	2	13	SPRI	157.844	156.189	147.346	206.925	5.669	-4.085	5.009	51.183	0,28	0,32	0,38	0,43	0,50
VICUNHA TEX	2	13	VINE	1.543.951	1.495.666	1.544.043	1.839.260	-189.912	-29.227	69.512	67.112	29,62	7,13	19,01	9,73	17,38
WHIRLPOOL	2	13	WHRL	3.938.597	4.327.694	4.805.505	5.258.175	630.350	339.176	589.315	350.244	2,16	1,86	2,73	2,70	3,07
AMBEV	2	14	AMBV	32.084.076	40.101.017	42.678.300	46.139.418	2.916.602	5.986.050	11.249.175	8.281.770	14,45	17,45	26,08	31,11	40,12
CACIQUE	2	14	CIQU	466.803	403.442	523.244	532.590	5.048	8.837	10.548	-9.978	6,84	4,92	6,85	6,69	6,03
DIMED	2	14	PNVL	275.749	333.081	377.105	442.155	9.550	28.557	29.507	35.827	27,94	28,67	57,18	48,77	89,85
EXCELSIOR	2	14	BAUH	25.231	25.576	30.461	38.083	-1.806	-455	-4.642	2.151	0,00	2,40	0,00	3,99	0,00
JOSAPAR	2	14	JOPA	928.150	900.356	993.309	1.031.095	26.271	7.417	11.547	17.756	14,57	16,08	18,07	19,40	21,09
RASIP AGRO	2	14	RSIP	114.036	119.375	136.775	148.612	5.937	2.761	-3.295	3.818	0,50	0,46	0,39	0,40	0,39
SOUZA CRUZ	2	14	CRUZ	3.613.520	3.868.267	4.474.116	4.253.853	1.204.400	1.470.687	1.406.169	1.531.196	7,05	0,00	10,03	0,00	16,56
USIN C PINTO	2	14	UCOP	590.377	798.859	945.125	1.162.672	18.648	18.828	33.144	49.344	0,00	6,82	0,00	7,50	0,00
ALFA CONSORCIO	2	15	BRGE	4.951.401	5.442.930	4.783.762	5.286.483	61.788	43.981	43.981	53.806	4,87	4,17	6,18	4,15	6,05

VLRPN10	VLRPN11	VLRPN11	AON08	APN08	AON09	APN09	AQON10	APN10	AON11	APN11	VP08	VP09	VP10	VP11	VM08	VM09
116,76	190,00	73,99	607	992	607	992	607	992	607	992	435.753	457.847	464.865	447.171	199.775	220.604
27,68	20,11	19,40	5.825	10.032	5.733	9.170	23.089	36.681	24.966	39.719	321.056	403.505	420.971	498.141	122.516	313.195
17,15	11,27	11,27	1.212	88	1.232	69	1.308	1	1.308	1	240.287	237.455	268.653	296.913	9.555	22.950
98,50	82,00	82,00	343	240	343	240	343	240	343	240	41.476	32.350	28.411	22.006	58.300	57.414
25,46	27,00	27,00	4.212	5.787	4.212	5.787	4.212	5.551	4.212	5.551	126.017	144.746	156.661	166.063	178.682	250.175
0,00	1,86	0,00	166.430	0	166.430	0	166.430	0	166.430	0	286.060	295.485	266.243	283.486	229.673	397.768
8,59	9,71	9,71	5.453	7.310	5.453	7.310	27.267	36.550	27.266	36.550	101.290	209.724	244.507	282.131	39.438	60.624
22,95	26,69	22,09	56.820	319	56.820	319	56.820	319	56.820	319	767.518	881.609	970.759	1.096.631	498.986	651.234
53,50	57,29	68,08	3.314	3.968	3.314	3.968	3.314	3.968	3.314	3.968	379.169	394.081	436.301	465.091	177.360	272.031
0,00	8,61	0,00	100.000	0	100.000	0	100.000	0	100.000	0	189.233	245.907	333.133	428.266	230.000	732.000
0,00	1,66	0,00	6.104	5.889	6.104	5.889	6.104	5.889	6.104	5.889	56.446	54.389	50.698	49.863	13.307	20.509
18,02	30,75	33,31	6.977	3.332	6.977	3.332	6.977	3.332	6.977	3.332	2.678.087	3.041.845	3.743.238	4.329.137	112.288	240.620
28,04	42,65	47,27	856	1.712	856	1.712	856	1.712	856	1.712	55.732	61.601	64.018	68.424	53.731	57.412
4,04	3,65	4,00	7.490	5.110	7.490	5.110	7.490	5.110	7.490	5.110	245.603	256.242	274.952	275.452	36.633	58.012
0,61	0,62	0,40	32.000	64.000	32.000	64.000	32.000	64.000	32.000	64.000	30.221	31.773	22.988	70.490	61.760	64.000
28,15	45,00	26,84	766	985	766	985	766	985	766	985	70.435	72.409	74.616	79.964	28.057	29.308
0,00	287,14	0,00	454	0	454	0	454	0	454	0	192.393	209.379	319.806	207.579	111.911	94.028
0,92	0,64	0,70	986.060	1.878.384	986.060	1.878.384	986.060	1.878.384	986.060	1.878.384	794.619	765.046	751.209	785.056	1.228.412	1.947.822
5,40	3,61	3,67	43.532	73.143	43.532	73.143	43.532	73.143	43.532	73.143	2.049.375	2.148.182	2.118.380	1.708.293	424.907	619.423
3,32	5,93	3,02	36.311	14.118	36.311	14.118	36.311	14.118	36.311	14.118	237.160	380.359	386.605	401.399	78.264	97.227
13,15	29,90	34,79	1.026	874	1.026	874	1.026	874	1.026	874	147.700	146.322	150.681	181.686	19.557	24.377
14,41	13,36	13,22	8.759	12.784	8.759	12.864	8.759	12.913	8.759	12.949	145.477	259.541	276.938	291.704	107.627	243.716
76,41	82,02	72,06	31.200	31.200	31.200	31.200	31.200	31.200	31.200	31.200	1.509.903	1.683.800	1.949.478	2.238.348	979.992	3.693.144
5,98	4,00	3,90	6.121	8.285	6.121	8.285	6.121	8.285	6.121	8.285	89.117	97.241	108.235	38.819	101.586	57.380
11,59	10,06	11,18	281.689	475.353	281.689	472.775	281.689	476.613	287.098	487.872	127.336	255.311	550.678	1.158.428	3.381.866	8.267.771
0,29	0,43	0,39	24.638	22.763	24.638	22.763	24.638	22.763	147.829	136.577	146.913	83.343	91.969	39.674	11.470	9.727
2,39	3,22	3,10	38.041	1.258	38.041	1.258	38.041	1.258	38.041	1.258	169.969	184.595	201.972	221.202	65.161	124.732
0,30	0,60	0,46	9.445	3.202	9.445	3.202	9.445	3.202	94.450	32.020	112.730	111.272	112.227	144.020	3.669	4.966
12,19	15,99	9,78	6.309	5.994	13.934	13.238	21.461	20.390	21.562	20.487	350.366	499.676	839.123	884.962	229.610	393.691
3,30	2,74	3,15	1.028.000	474.000	1.028.000	474.000	1.028.000	474.000	1.028.000	474.000	1.664.163	1.729.259	1.719.270	1.811.184	3.102.120	4.086.240
46,92	52,50	64,81	345.000	269.000	346.000	270.000	1.743	1.360.000	1.751.000	1.366.000	17.278.138	22.296.111	24.564.842	25.828.845	9.679.300	17.423.380
6,85	6,50	5,85	8.316	16.632	8.316	16.632	8.316	16.632	8.316	16.632	220.048	220.641	227.155	217.177	138.711	168.233
79,69	108,42	95,60	4.184	450	4.189	450	4.142	450	4.128	450	132.820	151.861	173.034	199.243	129.802	261.474
2,71	0,00	3,08	2.847	2.375	2.847	2.375	2.847	2.375	2.847	2.375	7.068	6.613	1.971	4.122	5.700	9.476
18,92	19,49	16,40	10.451	131	10.451	131	10.451	131	10.451	131	438.783	447.482	457.634	468.178	154.378	191.391
0,38	0,39	0,33	69.995	130.082	69.995	130.082	69.995	130.082	69.995	130.082	62.479	63.024	59.498	62.259	94.835	79.331
0,00	22,17	0,00	305.000	0	305.000	0	305.000	0	1.528.000	0	2.128.320	1.895.394	2.095.542	2.079.275	2.150.250	3.059.150
5,83	0,00	5,47	65.000	130.000	65.000	130.000	65.000	130.000	65.000	130.000	413.794	540.001	707.017	809.430	886.600	975.000
5,74	5,37	5,43	40.395	33.251	40.395	33.251	40.395	33.251	40.395	33.251	889.864	917.437	935.971	1.032.274	335.380	387.633

VM10	VM11	NQT08	NQT2009	NQT10	NQT11	QT08	QT09	QT10	QT11	DIV08	DIV09	DIV10	DIV11	PDIV08	PDIV09	PDIV10	PDIV11
231.156	188.728	593.403	907.922	730.347	577.131	0,72	0,79	0,76	0,69	11.008	9.344	28.273	9.468	84,65%	59,13%	55,12%	110,12%
1.661.129	1.272.615	755.895	981.363	2.618.715	3.421.931	0,79	0,92	1,90	1,29	50.000	90.000	100.000	100.000	56,95%	73,54%	100,00%	100,00%
22.449	14.752	288.662	305.081	305.868	369.187	0,56	0,59	0,55	0,57	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
57.426	47.806	211.397	212.089	226.857	220.717	1,09	1,13	1,15	1,13	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
248.566	263.601	265.904	325.226	350.423	384.105	1,25	1,48	1,36	1,34	7.559	6.935	6.604	6.704	27,78%	28,79%	35,76%	39,75%
599.148	309.560	569.186	828.133	1.209.251	995.352	0,91	1,14	1,38	1,03	0	0	0	2.578	0,00%	0,00%	0,00%	25,00%
548.188	619.653	390.970	495.963	1.004.336	1.168.035	0,86	0,77	1,43	1,41	0	10.544	29.703	11.652	0,00%	29,96%	62,31%	25,00%
1.334.068	1.523.573	1.770.156	1.954.653	2.788.630	3.924.787	0,87	0,89	1,15	1,12	44.234	64.993	64.939	84.488	27,62%	43,65%	44,26%	43,73%
364.467	460.001	289.213	413.960	496.276	556.516	0,59	0,77	0,87	0,99	21.109	6.925	13.545	9.434	24,49%	25,98%	25,00%	25,00%
1.082.000	861.000	495.007	1.101.541	1.953.541	2.234.229	1,09	1,79	1,62	1,24	0	0	13.826	15.841	0,00%	0,00%	25,00%	25,00%
17.213	10.133	319.011	303.286	324.662	290.665	0,88	0,90	0,91	0,88	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
191.280	325.532	3.966.471	4.508.435	4.534.086	5.127.021	0,61	0,62	0,56	0,56	93.694	103.509	166.656	139.283	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
71.245	117.435	79.743	79.232	90.144	142.185	0,98	0,95	1,09	1,53	4.268	4.149	4.373	5.655	68,09%	56,01%	79,25%	90,08%
51.578	47.779	607.375	697.784	741.735	710.270	0,74	0,78	0,77	0,76	0	3.841	5.483	0	0,00%	29,03%	26,06%	0,00%
67.840	45.440	169.557	179.900	210.818	160.219	1,23	1,22	1,27	0,86	0	720	0	0	0,00%	31,73%	0,00%	0,00%
57.579	60.907	80.694	89.027	118.460	116.161	0,66	0,67	0,87	0,86	351	693	1.218	1.605	25,00%	25,03%	25,00%	25,00%
153.298	130.362	148.727	127.666	314.362	174.337	0,65	0,53	0,65	0,69	10.157	11.155	167.220	23.310	100,00%	99,98%	100,00%	100,00%
2.595.846	1.945.947	1.235.252	1.954.744	2.604.423	1.953.420	1,54	2,53	3,43	2,46	100.849	53.322	146.509	39.345	32,62%	34,77%	57,74%	25,16%
628.739	425.585	2.102.080	1.729.825	1.835.032	2.088.722	0,56	0,53	0,55	0,62	4.643	1.156	754	0	35,87%	38,42%	36,58%	0,00%
148.179	257.961	156.787	212.317	263.587	377.083	0,50	0,43	0,53	0,72	5.184	3.111	6.117	9.331	82,85%	85,16%	52,09%	54,56%
24.380	61.084	41.486	46.049	49.016	97.460	0,24	0,27	0,28	0,45	2.304	42	2.476	14.985	33,33%	33,07%	33,34%	33,49%
301.082	288.206	158.474	352.357	420.126	422.436	0,81	0,96	1,06	0,99	7.250	6.755	7.902	8.449	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
4.840.680	4.807.296	1.726.708	4.556.878	6.060.366	6.279.898	0,77	1,79	1,91	1,69	29.016	41.496	71.448	76.127	25,32%	25,41%	25,02%	25,07%
83.883	56.796	386.665	298.293	376.702	383.532	1,03	0,88	0,94	1,05	3.646	2.848	6.129	0	35,00%	35,00%	29,13%	0,00%
8.166.187	8.342.615	9.558.527	14.655.835	15.612.128	16.734.243	1,52	2,21	1,95	1,75	27.715	36.107	68.060	75.865	32,59%	25,00%	25,00%	25,00%
12.514	116.832	734.588	782.586	800.437	964.645	0,84	0,91	0,91	1,09	0	0	5.233	0	0,00%	0,00%	30,00%	0,00%
97.348	126.392	149.385	204.102	204.369	248.183	0,59	0,77	0,66	0,72	7.817	4.225	5.147	5.484	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
5.683	71.399	48.783	49.883	40.802	134.304	0,31	0,32	0,28	0,65	1.432	0	1.265	12.925	25,26%	0,00%	25,25%	25,25%
621.546	545.139	1.423.195	1.389.681	1.326.466	1.499.437	0,92	0,93	0,86	0,82	0	0	30.000	17.661	0,00%	0,00%	43,16%	26,32%
4.720.160	4.309.820	5.376.554	6.684.675	7.806.395	7.756.811	1,37	1,54	1,62	1,48	668.688	112.666	329.693	88.211	106,08%	33,22%	55,95%	25,19%
63.881.129	180.457.960	24.485.238	35.228.286	81.994.587	200.768.533	0,76	0,88	1,92	4,35	3.058.332	3.305.761	5.007.252	3.031.406	104,86%	55,22%	44,51%	36,60%
164.075	151.351	385.466	351.034	460.164	466.764	0,83	0,87	0,88	0,88	1.262	2.209	2.637	0	25,00%	25,00%	25,00%	0,00%
408.019	490.578	272.731	442.694	612.090	733.490	0,99	1,33	1,62	1,66	2.388	7.139	7.377	8.956	25,01%	25,00%	25,00%	25,00%
6.436	7.315	23.863	28.439	34.926	41.276	0,95	1,11	1,15	1,08	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
222.890	205.838	643.745	644.265	758.565	768.755	0,69	0,72	0,76	0,75	7.881	2.225	3.464	5.327	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%
76.729	70.225	146.392	135.682	154.006	156.578	1,28	1,14	1,13	1,05	1.897	882	0	1.219	31,95%	31,94%	0,00%	31,93%
5.050.800	33.875.760	3.635.450	5.032.023	7.429.374	36.050.338	1,01	1,30	1,66	8,47	1.204.400	1.436.097	1.406.169	1.531.194	100,00%	97,65%	100,00%	100,00%
757.900	711.100	1.063.183	1.233.858	996.008	1.064.342	1,80	1,54	1,05	0,92	4.662	4.707	8.286	12.336	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
435.250	397.474	4.396.917	4.913.126	4.283.041	4.651.683	0,89	0,90	0,90	0,88	15.447	10.995	16.008	13.452	25,00%	25,00%	36,40%	25,00%

ALFA HOLDING	2	15	RPAD	2.959.945	3.511.318	2.971.937	3.225.612	50.961	38.590	54.594	45.443	5,05	2,93	5,44	3,82	5,17
ALFA INVESTIMENTOS	2	15	BRIV	3.231.356	2.777.969	3.004.827	3.976.783	52.276	64.457	58.124	73.077	5,82	4,74	7,71	6,02	7,58
BAHEMA	2	15	BAHI	133.642	148.809	87.417	67.386	-293	48.591	43.645	-2.774	2,66	65,00	10,80	0,00	9,83
BANCO DA AMAZONIA	2	15	BAZA	7.239.780	7.804.744	8.461.956	9.871.604	221.285	27.651	136.139	78.561	0,30	0,00	0,56	0,00	0,49
BANESE	2	15	BGIP	2.150.383	2.237.721	2.568.334	2.760.668	32.407	37.158	51.400	83.387	9,97	6,97	14,02	15,33	19,90
BANESTES	2	15	BEES	8.774.406	9.217.264	9.698.663	10.317.381	153.627	126.087	159.195	85.065	0,52	0,48	0,63	0,61	0,57
MERCANTIL DO BRASIL	2	15	BMEB	6.660.001	9.403.394	11.043.676	12.140.427	44.562	41.312	136.113	91.031	9,24	8,32	6,53	5,57	6,16
MONTEIRO ARANHA	2	15	MOAR	984.790	989.666	1.050.474	1.223.402	158.445	59.927	106.237	172.412	69,56	0,00	69,38	0,00	85,19
NORD BRASIL	2	15	BNBR	16.177.235	19.154.466	23.783.716	26.435.588	440.398	480.185	410.119	338.091	27,88	27,10	31,48	28,76	35,34
J B DUARTE	2	15	JBDU	117.754	122.343	86.339	103.988	-344	139	-52.441	-7.106	0,05	0,03	0,05	0,05	0,05
CEL IRANI	2	16	RANI	1.140.805	1.062.465	1.144.760	1.181.754	-54.102	12.471	38.921	39.044	1,04	1,51	0,94	0,93	1,14
ELEKEIROZ	2	16	ELEK	668.349	597.850	633.216	653.537	70.149	3.639	38.801	14.204	15,61	13,47	14,46	13,19	12,66
FIBAM	2	16	FBMC	68.590	73.061	84.610	79.280	3.377	4.407	3.312	51	51,56	34,45	72,31	80,33	90,86
GPC PARTICIPAÇÕES	2	16	GPCP	937.157	792.176	725.453	765.369	-5.645	-14.027	-24.696	-38.762	0,36	0,00	0,37	0,00	0,30
METAL IGUAÇU	2	16	MTIG	72.509	69.158	73.212	68.926	-3.152	-3.048	277	1.000	0,57	0,31	0,71	0,35	0,50
PANATLANTICA	2	16	PATI	204.031	215.843	282.593	294.757	17.029	8.536	18.947	12.641	15,35	7,01	11,00	10,97	21,50
PETROPAR	2	16	PTPA	690.282	538.412	775.148	1.861.699	-34.917	36.990	69.444	53.629	31,00	24,99	20,30	35,82	20,30
SID NACIONAL	2	16	CSNA	33.252.396	30.725.503	38.055.455	46.869.702	1.928.405	3.667.486	2.482.960	3.706.033	11,65	0,00	24,00	0,00	23,60
TEKNO	2	16	TKNO	250.192	246.218	263.527	272.923	27.362	17.140	23.637	27.267	44,68	44,68	60,58	60,58	64,74
ITAUTEC	2	17	ITEC	1.226.442	1.313.783	1.082.082	1.176.438	42.724	51.146	11.521	43.588	27,77	0,00	46,84	0,00	42,96
AES ELPA	2	18	AELP	12.959.238	11.302.538	11.656.071	11.538.858	464.495	335.010	376.136	436.885	12,10	0,00	34,68	0,00	39,58
AES TIETE	2	18	GETI	4.749.510	4.347.073	4.184.999	4.130.717	692.486	788.050	817.550	922.173	8,52	9,73	12,54	14,73	17,39
AFLUENTE	2	18	AFLU	111.594	51.505	50.363	50.153	35.550	28.271	7.401	7.535	5,53	10,60	5,82	10,60	5,94
AMPLA ENERGIA	2	18	CBEE	4.344.657	4.505.620	4.313.606	4.658.509	265.532	211.167	113.409	93.736	0,71	0,00	1,34	0,00	1,35
CASAN	2	18	CASN	1.446.722	2.290.885	2.393.168	2.288.511	19.570	33.455	-11.477	9.724	14,81	14,81	7,88	7,88	8,84
CEG	2	18	CEGR	1.906.186	1.866.256	2.009.343	1.928.016	124.513	215.373	118.592	239.083	21,70	0,00	32,71	0,00	37,94
CELPE	2	18	CEPE	3.362.403	3.535.962	3.680.215	4.057.518	363.534	330.850	248.825	242.787	12,77	22,39	12,77	38,69	12,77
CEMAT	2	18	CMGR	3.116.771	3.167.611	3.302.280	3.547.055	21.787	158.671	-74.336	139.540	5,52	4,61	6,45	6,10	6,21
COELBA	2	18	CEEB	4.215.435	4.757.880	5.372.695	6.137.842	655.789	739.377	779.354	607.429	23,17	23,50	28,11	26,48	32,51
COELCE	2	18	COCE	2.612.942	2.753.112	3.075.933	3.352.968	263.129	261.091	367.359	369.612	11,85	13,92	23,52	22,11	22,39
COMGAS	2	18	OGAS	3.619.052	3.760.114	3.847.842	4.307.670	515.351	350.809	552.097	225.888	23,73	24,54	24,31	27,16	33,07
COSERN	2	18	CSRN	1.255.233	1.466.970	1.500.690	1.681.638	173.725	163.407	195.497	199.177	6,11	5,51	7,85	7,50	10,13
ELEKTRO	2	18	EKTR	2.899.787	3.096.247	3.242.228	3.418.815	391.787	567.665	450.403	492.436	10,80	7,71	13,42	14,66	23,14
ELETROPAR	2	18	LIPR	160.347	185.281	211.190	243.224	10.131	712	10.882	22.472	39,04	0,00	42,79	0,00	44,30
EMAE	2	18	EMAE	1.142.258	1.130.957	1.133.069	1.132.078	149.056	1.133	9.466	-40.815	6,43	6,43	13,85	13,85	7,69
ENERGISA	2	18	ENGI	3.287.537	3.573.029	3.634.226	4.258.403	98.511	264.428	149.457	201.451	1,06	1,07	1,91	1,78	1,73
GER PARANAPANEMA	2	18	GEPA	5.158.101	4.977.222	4.875.524	4.410.468	137.936	178.140	245.298	341.165	9,59	11,71	19,34	26,38	23,06
SANEPAR	2	18	SAPR	4.732.344	4.944.573	5.306.878	5.678.744	133.081	129.009	126.392	236.235	1,23	1,23	2,22	2,22	2,57

4,92	4,96	5,59	46.011	38.671	46.011	38.671	46.011	38.670	46.011	38.670	533.560	569.236	604.963	652.428	345.662	398.023
5,86	5,68	5,16	59.439	46.327	59.439	46.327	59.439	46.327	59.439	46.327	485.427	534.812	579.474	635.362	565.525	737.163
0,00	7,13	0,00	2.607	2.866	4.956	0	5.451	0	5.996	0	21.026	49.541	67.269	56.835	193.225	53.525
0,00	0,36	0,00	2.964.596	0	2.964.596	0	2.964.596	0	2.964.596	0	1.885.557	1.897.318	1.933.612	1.934.215	889.379	1.660.174
23,78	39,58	44,27	5.271	5.271	5.271	5.271	5.271	5.271	5.271	5.271	131.342	148.531	177.255	228.580	89.291	154.704
0,55	0,73	0,57	1.093.050	421.830	1.093.050	421.830	1.093.050	421.830	1.093.050	421.830	589.462	706.189	803.639	839.214	770.864	945.938
6,74	7,12	6,50	20.636	9.138	20.636	8.138	26.262	9.138	26.262	9.138	521.071	444.813	625.294	670.296	266.705	180.082
0,00	80,40	0,00	11.598	0	11.598	0	11.298	0	11.298	0	966.175	978.033	1.036.815	1.108.559	806.757	804.669
48,94	33,16	35,14	48.485	38.517	48.485	38.517	48.485	38.517	48.485	38.517	1.797.519	2.072.725	2.177.338	2.329.499	2.395.573	2.634.057
0,05	0,03	0,03	67.920	135.836	129.049	258.088	193.573	387.132	309.716	619.412	26.237	59.180	22.224	25.571	7.471	19.357
1,17	0,86	1,35	746.400	64.000	746.400	64.000	746.400	64.000	746.400	64.000	626.671	442.721	467.130	464.250	872.896	761.136
11,93	11,00	9,49	14.518	16.967	14.518	16.967	14.518	16.967	14.518	16.967	432.929	432.552	465.917	476.704	455.171	433.725
64,31	90,86	57,45	265	461	265	461	265	461	265	461	26.164	29.791	31.877	29.531	29.545	56.194
0,00	0,53	0,00	104.425	0	104.425	0	104.425	0	358.850	0	219.993	222.469	198.532	208.179	37.593	38.637
0,31	1,40	0,21	96.672	193.344	96.672	193.344	104.172	208.344	104.172	208.344	42.090	39.041	48.319	49.122	115.040	136.308
19,74	14,96	12,45	7.923	299	8.226	310	8.534	322	9.135	345	113.708	125.118	145.064	158.596	123.714	93.887
35,82	20,30	33,57	5.467	10.935	5.467	10.935	5.467	10.935	5.467	10.935	222.317	283.446	345.642	462.211	442.743	502.672
0,00	14,00	0,00	793.404	0	755.180	0	1.483.034	0	1.457.970	0	6.946.751	6.589.510	7.822.688	8.417.170	9.243.157	18.124.320
64,74	69,35	69,35	1.263	1.083	1.370	1.175	1.419	1.216	1.450	1.244	203.926	208.319	222.133	229.235	104.819	154.176
0,00	27,02	0,00	11.651	0	11.651	0	11.651	0	11.651	0	461.808	502.462	513.982	537.708	323.548	545.733
0,00	43,40	0,00	95.061	0	95.061	0	95.061	0	95.061	0	4.547.702	4.574.851	4.649.563	4.804.317	1.150.238	3.296.715
19,53	21,11	24,11	197.461	183.792	197.461	183.792	197.461	183.792	197.461	183.792	2.142.678	2.016.011	1.981.002	1.954.076	3.470.664	5.183.417
10,60	4,93	10,60	10.930	7.887	10.930	7.887	10.930	7.887	10.930	7.887	109.197	39.533	40.791	42.350	144.045	147.215
0,00	1,86	0,00	3.922.516	0	3.922.516	0	3.922.516	0	3.922.516	0	1.478.450	1.553.992	1.583.469	1.635.735	2.784.986	5.256.171
8,84	3,95	3,95	351.280	351.280	351.280	351.280	351.280	351.280	357.547	357.547	980.738	1.532.153	1.513.041	1.277.898	10.404.914	5.536.173
0,00	35,88	0,00	51.928	0	51.928	0	51.928	0	51.928	0	530.949	618.332	750.563	867.918	1.126.838	1.698.565
40,82	18,84	46,38	66.303	8.309	66.303	8.309	66.303	8.309	66.303	8.309	1.193.972	1.405.834	1.551.371	1.607.294	1.032.728	1.168.165
5,44	6,70	5,10	41.018	77.835	41.018	77.835	41.018	77.835	41.018	77.835	1.050.527	1.156.005	1.168.610	1.277.159	585.239	739.360
28,70	46,62	44,56	109.304	78.873	109.304	78.873	109.304	78.873	109.304	78.873	1.867.052	2.129.467	2.376.713	2.297.937	4.386.089	5.161.092
22,43	28,66	31,23	48.068	29.787	48.068	29.787	48.068	29.787	48.068	29.787	999.445	1.131.233	1.356.814	1.471.022	984.241	1.789.150
35,96	41,11	42,35	93.911	25.912	93.911	25.912	93.911	25.912	93.911	25.912	839.093	1.303.652	1.376.400	1.246.436	2.864.389	2.986.746
9,90	13,27	14,03	129.746	38.328	129.746	38.328	129.746	38.328	129.746	38.328	556.484	658.190	719.912	768.748	1.003.935	1.305.966
20,69	17,59	22,93	91.881	101.878	91.881	101.878	91.881	101.878	91.881	101.878	1.256.219	1.333.933	1.368.067	1.368.644	1.777.794	2.726.575
0,00	46,96	0,00	10.390	0	10.390	0	11.765	0	11.765	0	77.801	95.241	179.242	202.049	405.626	444.588
7,69	6,87	6,87	13.705	22.242	13.705	22.242	13.705	22.242	13.705	22.242	830.126	801.848	812.700	771.885	231.139	497.866
1,65	2,14	2,27	112.422	98.623	523.150	576.707	522.604	577.253	522.604	577.253	923.919	1.125.736	1.188.160	1.304.275	224.694	2.025.755
31,42	36,15	45,99	34.591	59.842	34.591	59.842	31.478	62.955	31.478	62.955	3.398.250	3.319.366	3.253.807	2.825.265	1.032.478	2.247.622
2,57	4,29	4,29	289.837	124.245	289.837	124.245	289.837	124.245	289.837	124.245	1.936.744	2.035.602	2.179.779	2.310.399	509.321	919.262

428.133	444.380	2.772.047	3.340.105	2.795.107	3.017.564	0,94	0,95	0,94	0,94	12.740	9.648	13.648	11.361	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
722.024	576.661	3.311.454	2.980.320	3.147.377	3.918.082	1,02	1,07	1,05	0,99	13.070	16.114	14.531	18.271	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
53.583	42.751	305.841	152.793	73.731	53.302	2,29	1,03	0,84	0,79	0	12.226	11.286	0	0,00%	25,16%	25,86%	0,00%
1.452.652	1.067.255	6.243.602	7.567.600	7.980.996	9.004.644	0,86	0,97	0,94	0,91	109.713	27.651	110.953	78.561	49,58%	100,00%	81,50%	100,00%
230.237	441.973	2.108.332	2.243.894	2.621.316	2.974.061	0,98	1,00	1,02	1,08	11.215	18.495	23.036	45.655	34,61%	49,77%	44,82%	54,75%
855.045	1.038.370	8.955.808	9.457.013	9.750.069	10.516.537	1,02	1,03	1,01	1,02	38.406	31.855	39.799	46.844	25,00%	25,26%	25,00%	55,07%
223.364	246.382	6.405.635	9.138.663	10.641.746	11.716.513	0,96	0,97	0,96	0,97	15.054	13.626	36.776	23.767	33,78%	32,98%	27,02%	26,11%
962.477	908.359	825.372	816.302	976.136	1.023.202	0,84	0,82	0,93	0,84	52.000	32.000	32.500	67.172	32,82%	53,40%	30,59%	38,96%
3.598.482	2.961.250	16.775.289	19.715.798	25.204.860	27.067.339	1,04	1,03	1,06	1,02	220.507	240.446	206.511	169.226	50,07%	50,07%	50,35%	50,05%
29.035	27.874	98.988	82.520	93.150	106.291	0,84	0,67	1,08	1,02	0	35	0	0	0,00%	25,18%	0,00%	0,00%
925.776	728.304	1.387.030	1.380.880	1.603.406	1.445.808	1,22	1,30	1,40	1,22	0	3.118	9.730	9.761	0,00%	25,00%	25,00%	25,00%
386.214	320.715	690.591	599.023	553.513	497.548	1,03	1,00	0,87	0,76	17.636	910	9.768	3.551	25,14%	25,01%	25,17%	25,00%
53.725	50.562	71.971	99.464	106.458	100.311	1,05	1,36	1,26	1,27	845	1.102	828	13	25,02%	25,01%	25,00%	25,49%
31.328	190.191	754.757	608.344	558.249	747.381	0,81	0,77	0,77	0,98	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
116.673	189.593	145.459	166.425	141.566	209.397	2,01	2,41	1,93	3,04	0	0	0	250	0,00%	0,00%	0,00%	25,00%
189.837	140.955	214.037	184.612	327.366	277.116	1,05	0,86	1,16	0,94	4.257	2.134	4.741	3.160	25,00%	25,00%	25,02%	25,00%
502.672	478.068	910.708	757.638	932.178	1.877.556	1,32	1,41	1,20	1,01	0	11.097	20.833	16.088	0,00%	30,00%	30,00%	30,00%
34.999.602	20.411.580	35.548.802	42.260.313	65.232.369	58.864.112	1,07	1,38	1,71	1,26	1.928.405	1.819.965	630.051	927.881	100,00%	49,62%	25,37%	25,04%
170.590	186.829	151.085	192.075	211.984	230.517	0,60	0,78	0,80	0,84	11.757	4.528	11.823	15.600	42,97%	26,42%	50,02%	57,21%
500.527	314.810	1.088.182	1.357.054	1.068.627	953.540	0,89	1,03	0,99	0,81	10.714	12.786	5.114	12.235	25,08%	25,00%	44,39%	28,07%
3.762.514	4.125.647	9.561.774	10.024.402	10.769.022	10.860.188	0,74	0,89	0,92	0,94	457.226	304.090	272.003	306.372	98,44%	90,77%	72,32%	70,13%
7.023.305	8.599.627	6.077.496	7.514.479	9.227.302	10.776.268	1,28	1,73	2,20	2,61	692.486	788.050	817.550	922.173	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
148.526	137.487	146.442	159.187	158.098	145.290	1,31	3,09	3,14	2,90	19.115	15.660	4.179	4.031	53,77%	55,39%	56,47%	53,50%
5.295.397	7.295.880	5.651.193	8.207.799	8.025.534	10.318.654	1,30	1,82	1,86	2,22	92.936	180.000	28.352	23.434	35,00%	85,24%	25,00%	25,00%
6.210.630	2.824.621	10.870.898	6.294.905	7.090.757	3.835.234	7,51	2,75	2,96	1,68	4.893	8.364	0	2.431	25,00%	25,00%	0,00%	25,00%
1.970.148	1.863.177	2.502.075	2.946.489	3.228.928	2.923.275	1,31	1,58	1,61	1,52	59.766	107.687	83.868	239.083	48,00%	50,00%	70,72%	100,00%
1.185.863	1.634.520	3.201.159	3.298.293	3.314.707	4.084.744	0,95	0,93	0,90	1,01	363.534	330.850	248.825	242.787	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
678.144	671.779	2.651.483	2.750.966	2.811.814	2.941.675	0,85	0,87	0,85	0,83	5.447	39.668	0	34.885	25,00%	25,00%	0,00%	25,00%
5.817.128	8.610.333	6.734.472	7.789.505	8.813.110	12.450.238	1,60	1,64	1,64	2,03	655.789	336.932	388.527	388.409	100,00%	45,57%	49,85%	63,94%
1.744.365	2.307.877	2.597.738	3.411.029	3.463.484	4.189.823	0,99	1,24	1,13	1,25	263.129	213.000	332.644	276.015	100,00%	81,58%	90,55%	74,68%
4.037.432	4.958.054	5.644.348	5.443.208	6.508.874	8.019.288	1,56	1,45	1,69	1,86	128.838	87.702	138.024	117.286	25,00%	25,00%	25,00%	51,92%
1.693.774	2.259.471	1.702.684	2.114.746	2.474.552	3.172.361	1,36	1,44	1,65	1,89	173.725	163.407	195.497	199.177	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
4.233.982	3.952.249	3.421.362	4.488.889	6.108.143	6.002.420	1,18	1,45	1,88	1,76	223.178	210.587	223.099	195.602	56,96%	37,10%	49,53%	39,72%
521.190	552.484	488.172	534.628	553.138	593.659	3,04	2,89	2,62	2,44	10.131	712	10.882	22.472	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
276.432	246.956	543.271	826.975	596.801	607.149	0,48	0,73	0,53	0,54	149.056	1.133	3.122	0	100,00%	100,00%	32,98%	0,00%
1.856.572	2.428.737	2.588.312	4.473.048	4.302.638	5.382.865	0,79	1,25	1,18	1,26	57.436	87.204	96.439	103.484	58,30%	32,98%	64,53%	51,37%
2.703.929	4.033.230	2.792.329	3.905.478	4.325.646	5.618.433	0,54	0,78	0,89	1,27	137.936	178.140	245.298	341.165	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
1.064.191	1.776.412	3.304.921	3.828.233	4.191.290	5.144.757	0,70	0,77	0,79	0,91	39.867	39.013	37.201	118.550	29,96%	30,24%	29,43%	50,18%